



TITLE:

自動車製造企業の財務戦略 --トヨタを素材として--: 藤月会論集第25号

AUTHOR(S):

京都大学経済学部藤井ゼミナール論文編集委員会

CITATION:

京都大学経済学部藤井ゼミナール論文編集委員会. 自動車製造企業の財務戦略 --トヨタを素材として--: 藤月会論集第25号. 藤月会論集 2016, 25

ISSUE DATE:

2016-03

URL:

<http://hdl.handle.net/2433/209000>

RIGHT:

Financial Strategy of Automobile Manufacturers:
With Special Reference to Toyota Motor

自動車製造企業の財務戦略
—トヨタを素材として—

藤月会論集第25号

2016年3月

京都大学経済学部

藤井ゼミナール論文編集委員会

H. Fujii Seminar, Faculty of Economics
Kyoto University, Japan

刊行のことば

2015 年は、景気回復の流れを受けて、株価の上昇基調で始まりました。日経平均株価は 4 月 22 日に、2000 年 4 月 14 日以来 15 年ぶりに、株高の 1 つの目安とされる 2 万円の大台を超え、6 月 24 日には 20,952 円の年初来最高値をつけました。

ところが、第二次安倍内閣の新経済政策であるアベノミクスがいよいよ本格軌道に乗るかと思われた矢先、日本の製造業を代表する企業の 1 つである東芝の不適切会計が露見し（5 月 8 日）、投資家マインドに冷水を浴びせました。そして、ある程度予想されたこととはいえ、9 月以降は中国经济の変調と原油安の影響を受けて、株価は反落に転じました。史上最後の大型民営化株と言われた郵政 3 社株の同時上場（11 月 4 日）の熱狂も、一時的なものにとどまりました。2016 年 1 月 21 日現在の株価は、16,017 円まで下げています。下げ幅はピーク時の約 25% です（付言すれば 11 月 13 日のパリ同時多発テロも経済に暗い影を落としています）。

この 1 年をざっと振り返っただけでも、日本経済はかくのごとく、波瀾に満ちたものでした。こうした経済環境のもとで経営の舵取りをする企業の苦労は、想像に難くありません。事実、近年やや減少傾向にあるとはいえ、2015 年の全国企業倒産は 8,812 件を数えました（東京商工リサーチ調べ）。

栄枯盛衰が常の企業社会では、しかし他方で、ライバル企業の浮沈を横目に、長年業界トップを走り続けている企業も、厳然として存在します。国内外の厳しい競争に不断に晒されながら数十年にわたって業界トップの位置を維持し続けている「秘密」は、一体何だろうか。新聞記事等を漠然と読むだけでは見えてこない「何か」が、そこにあるに違いない。企業分析の手法を駆使して、その「教訓」を汲み取ろう。こんな問題関心から、2015 年度の共同研究では「自動車製造企業の財務戦略—トヨタを素材として—」に取り組むことになりました。競合他社の「失敗例」として日産

と GM を取り上げ、比較研究を通じて、トヨタの「強さ」に迫りました。研究アプローチとしては、2002 年度共同研究「創造的企業の創造」（『藤月会論集』第 11 号）以来、13 年ぶりにケーススタディの手法を採用しました。

共同研究の成果は、12 月 2 日に北海道大学で開催された北海道大学経済学部篠田ゼミとの交流シンポジウムで発表しました。このシンポジウムは、昨年に引き続き 2 回目の開催となりました。シンポジウムを準備してくださった篠田朝也先生および篠田ゼミの皆さんに、改めてお礼を申し上げます。なお、北海道遠征にあたっては、学部長裁量経費による研究費補助金の交付を受けました。

北海道大学での研究交流をふまえて、年末恒例の徳賀ゼミとの企業分析シンポジウム（12 月 26 日開催）に臨みました。徳賀ゼミとのシンポジウムは、今年度で 12 回目（通算 21 回目）を迎えました。私一人の力では到底続けることの出来なかった取組みです。色々な形で共同研究を支えてくれた TA の栄留豊君、山村真里さんに謝意を表します。そして、シンポジウムの開催にご尽力くださった徳賀芳弘先生に、この場をお借りして改めて深く心より御礼を申し上げます。

この小冊子に収録したのは、上記の 2 回にわたるシンポジウムでのディスカッションをふまえて取りまとめた、藤井ゼミ 1 年間の活動成果です。

この論文集の刊行にあたっては、平成 27 年度京都大学経済学部学生学習研究支援経費の交付を受けました。記して関係各位に謝意を表します。

2016 年 1 月 21 日

京都大学大学院経済学研究科教授

藤井 秀樹

要約

本研究は自動車製造企業が発展した秘訣は何か、そしてその秘訣はどのように培われたのかという疑問を、特にトヨタ自動車株式会社を素材として明らかにするものである。我々が独自に構築した倒産過程のモデルに基づいた財務分析を用い、これらの問いに答えることで、競争に勝つ自動車製造企業の財務戦略の定石を明らかにする。トヨタの例から内部留保の戦略的活用が自動車製造企業にとって重要であることが明らかとなった。本源的な高リスクに対応するためのセーフティネットとして内部留保が機能するのである。トヨタは内部留保主体の財務戦略によって、昨今の水平統合型の組織を持つ競合他社に対し、優位に立っているのである。

ABSTRACT

This research investigates what are and how have been developed the secrets of managerial success in Japanese automobile manufacturers, with special reference to Toyota Motor. Answering these questions through financial analysis based on the bankruptcy prediction model we have originally developed, we identify the pattern of strategic finance that enables firms to fight successfully through competition. The investigations brought us to the concluding remarks that the key to success has been strategic use of retained surplus, which could effectively work as a safety net for intrinsic risks. With such financial strategy, Toyota has been keeping the advantage in comparison with its competitors adopting horizontal integration business model.

目次

序章 問題意識と分析モデルの提示	7
0.1 研究の動機	7
0.2 先行研究	10
0.3 モデルの構築	11
0.3.1 モデル構築の契機	11
0.3.2 営業循環についての整理	12
0.3.3 正常な営業循環モデルの構築	14
0.3.4 経営危機フローモデルの構築	15
第1章 トヨタの財務戦略の強み 一日産との比較	18
1.1 バブル崩壊後に至る時代背景	18
1.2 日産の経営危機概要	18
1.3 正常な営業循環の検証	19
1.3.1 仕入⇒生産プロセスの検討	20
1.3.2 生産⇒販売プロセスの検討	21
1.3.3 販売⇒回収プロセスの検討	28
1.3.4 正常な営業循環まとめ	28
1.4 経営危機の検証	29
1.5 日産経営危機の根本原因	30
1.6 トヨタのバブル崩壊後における強み	32
1.7 まとめ：日産の経営危機とトヨタの強み	32
第2章 トヨタの財務戦略の強み —GM との比較—	33
2.1 リーマン・ショックに至る時代背景	33
2.2 GM の経営危機概観	34
2.3 正常な営業循環の検証	34
2.3.1 仕入⇒生産プロセスの検討	35
2.3.2 生産⇒販売プロセスの検討	38
2.3.3 販売⇒回収プロセスの検討	43

2.3.4 正常な営業循環まとめ	44
2.4 経営危機の検証	45
2.5 経営再建の効果	46
2.6 GM 経営危機の根本原因	47
2.7 トヨタのリーマン・ショックにおける強み	48
2.8 まとめ：GM の経営危機とトヨタの強み	48
第3章 トヨタの財務戦略のルーツ ―必要性の観点からの分析―	49
3.1 危機の概観・問題提起	49
3.2 分析の方法	52
3.3 時代別考察1：終戦から1947年度	53
3.3.1 時代背景	53
3.3.2 正常な営業循環の検証	53
3.3.3 経営危機フロー	57
3.4 時代別考察2：1948年度	58
3.4.1 時代背景	58
3.4.2 正常な営業循環の検証	59
3.4.3 経営危機フロー	62
3.5 時代別考察3：1949年度から朝鮮戦争	62
3.5.1 時代背景	62
3.6 正常な営業循環の検証	63
3.6.2 経営危機フロー	67
3.6.3 経営再建と特需による回復	70
3.6.4 トヨタと日産を分かť事情	72
3.7 トヨタが得た教訓	73
3.8 トヨタ生産・販売方式の成立過程	73
3.8.1 日本経済の特質：中間組織の存在	73
3.8.2 トヨタ生産方式の成立過程	75
3.8.3 トヨタ販売方式の成立過程	76
3.9 まとめ：トヨタの財務戦略のルーツ	78

第4章 トヨタの財務戦略の遂行 ―可能性の観点からの分析―	79
4.1 問題提起	79
4.2 分析の方法と用語の定義	79
4.3 内部留保経営の達成：内部留保増加の観点	82
4.3.1 安定的な投資戦略の効果	84
4.3.2 利払い負担の違い	86
4.4 内部留保経営の達成：借入減少の観点	86
4.4.1 モータリゼーションの到来	87
4.4.2 銀行制度の改革	89
4.4.3 モチベーションの存在	90
4.5 まとめ：内部留保経営達成の要因	91
終章 トヨタの過去、現在そして未来	
―トヨタの教訓と自動車製造企業の財務戦略―	92
5.1 トヨタの過去と現在	92
5.1.1 正常な営業循環の検証	92
5.1.2 経営危機フローの検証	93
5.1.3 リーマン・ショックの再解釈	94
5.2 自動車産業の現状	94
5.2.1 自動車市場のリスクの変化	95
5.2.2 世界自動車市場の展望	95
5.2.3 自動車市場の特質とカギとなる戦略	96
5.3 トヨタと自動車業界の未来	96
5.3.1 モデルに基づく業界展望	96
5.4 結び トヨタ式財務戦略の強さと自動車製造企業の財務戦略	99
参考文献	101
ゼミナール活動記録	109
一年を振り返って	114

序章

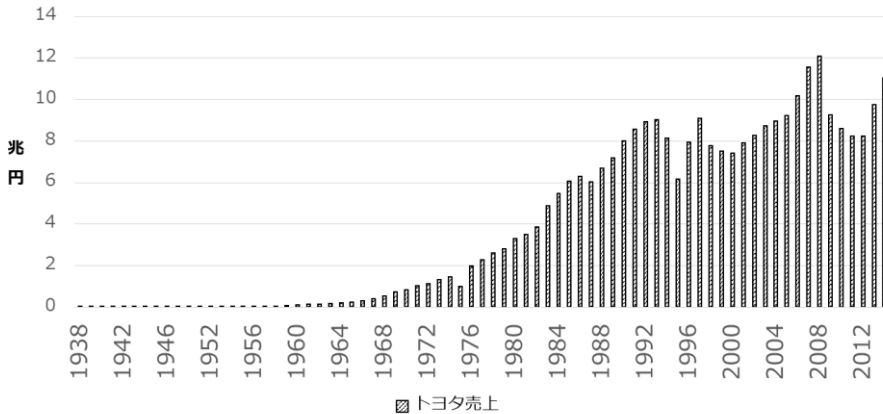
問題意識と分析モデルの提示

0.1 研究の動機

2015 年 9 月末、ドイツのフォルクスワーゲンの排ガス規制における不正が発覚した。奇しくもその直前、フォルクスワーゲンは 2015 年上半期の世界自動車販売台数でトヨタを抜き去った。この不祥事はフォルクスワーゲンの代名詞でもあった、クリーンディーゼルについてのものであり、フォルクスワーゲンの快進撃への影響は計り知れない。こうして世界自動車市場における競争は、トヨタ、ゼネラルモーターズ (GM)、フォルクスワーゲンの 3 大企業のトップ争いと、これに追随しようとする他社の構図となるように見える。今度は日本国内の産業全体に目を向けると、東芝の不適切会計の問題とシャープの凋落に代表されるように、かつて自動車産業とともに日本の双発エンジンと謳われた電機産業が存在感を弱め、相対的に自動車産業の存在感が強まっている。そして、今も昔も自動車産業は日本を背負ってきたのである。

図表 0.1 トヨタの売上高推移

出典：有価証券報告書



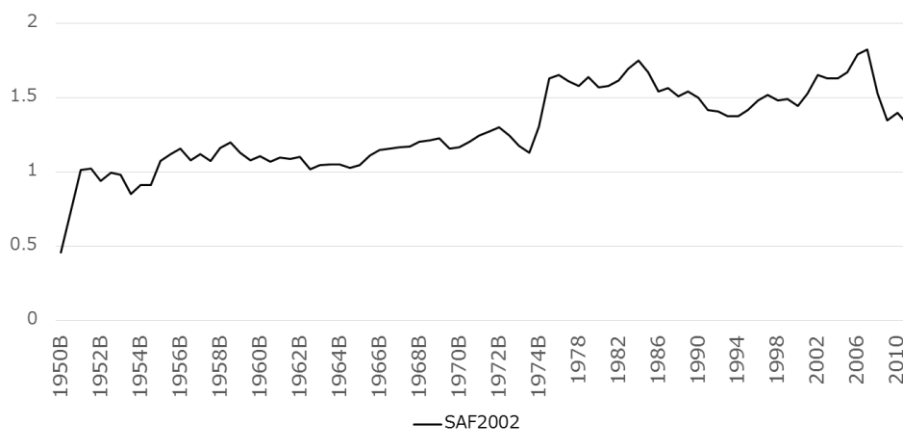
こうした自動車産業、ひいては日本の産業を語る上で避けては通れないのが、トヨタ自動車の存在である。トヨタは日本産業の基幹である自動車産業の盟主として、長きにわたり日本を支えてきた。1937年に豊田自動織機の自動車部を分離する形で、会社として設立されたトヨタ（当時はトヨタ自動車工業）は、企業として80歳近くになるが未だ老いを感じさせず、成長を続けるようだ。図表 0.1 はトヨタの80年にわたる売上高の推移である。トヨタの成長はアメリカ経営史における企業寿命100年説を考えると特異である。しかしトヨタはその生涯が特異であるからこそ、学ぶべき点が多いと考える。なぜならトヨタの成長の裏にはいくつもの危機が存在し、トヨタはそのことごとくを乗り越えてきているからである。通常の企業はこれらの危機に吞まれ、その生涯を長くても100年で終えているのである。不景気の煽りをうけた企業の倒産が、スキャンダラスなまでに騒がれるのは、かつての栄華に比較して、その凋落ぶりに惹かれるのだろう。そういった企業は花形企業とされ、多くの強みを持っていたはずである。しかし時とともに、その強みは模倣され、相対的に失われていく。そして時に強みは弱みへと転化しうる。その流れの中で生き残った企業の一つ、トヨタにはなぜ自身を弱体化させることなく、発展し続けることが可能だったのだろうか。本論文は世界の製造業をトヨタ生産方式でもって一変さ

せるのみならず、幾多の危機を乗り越えた、トヨタの強みとその獲得過程を分析するものである。

トヨタの強みを論ずるにあたり、我々は倒産という事象を鍵とした。なぜならことわざに言うように、”A friend in need is a friend indeed”（「まさかの時の友こそ真の友」）であるからして、危機の時にこそ企業の底力という意味での本質が現れる。よって企業の本質に迫るには倒産という最大の「まさか」が適当だと考えた次第である。分析のはじめに、白田佳子氏の倒産判別モデル SAF2002¹を用い、トヨタの危機がいつどこにあったのかを見てみよう（図表 0.2）。

図表 0.2 トヨタの SAF2002

出典：有価証券報告書



するとトヨタの危機は終戦直後、バブル崩壊後、リーマン・ショックの3か所に見られることがわかる。ここで危機からの脱出には二つのパターンが考えられる。一つは自力での脱出であり、もう一つは他力での脱出、つまり救済である。それぞれの危機の時代にトヨタがどのように危機を脱

¹ 白田 [2003] で詳しく述べられている倒産判別モデルである。

$$\text{SAF2002} = 0.01036X_1 + 0.02682X_2 - 0.06610X_3 - 0.02368X_4 + 0.70773$$

X_1 : 総資本留保利益率、 X_2 : 総資本税引き前当期純利益率、

X_3 : 棚卸資産回転期間、 X_4 : 売上高金利負担率

上記の計算結果が 0.685 を下回る場合、倒産判定となる。

したのかを考えると、終戦直後は他力による救済、バブル崩壊後とリーマン・ショック時には自力で危機を脱している。バブル崩壊後とリーマン・ショックそれぞれで救済を受けた自動車企業では、日産と GM が有名である。日産は 1999 年 3 月にフランスの自動車企業であるルノーと資本提携を行い、実質傘下へ入ることで倒産を回避した。GM はリーマン・ショック後の 2009 年 6 月に破産申告を行い、のちに国有化による再建を行った。そこで、この 2 社を比較対象としてトヨタの危機に対する強みを導き出す。その後、導き出された強みのルーツを探るため、もう一つの危機の時代である、終戦直後のトヨタを分析する。そして戦後の危機で得られた教訓がなぜトヨタに備わったのかを分析し、最終的に過去と現在との比較から、未来のトヨタと自動車業界を展望する。

我々の研究のキーワードは、先述のとおり倒産である。この論文では倒産という事象を、もっぱら会計学によって捕捉するために「資金の枯渇による支払困難」というように、一般的な定義から狭めて解釈する²。そして「資金の不足が発生して、支払困難に至るまでの過程」を経営危機と定義する。

0.2 先行研究³

倒産研究における研究に Altman [1968] 及び白田 [2003] の判別モデルがある。両名の研究は倒産の予知に重点が置かれている。そのため倒産という事象がどのように発生するのかという問題については何らの解答

² 倒産という言葉は、法律上厳密に概念規定された言葉でなく、あくまで慣用語である。そして一般社会において、倒産という言葉は企業の破たんに係る総称とされる。なお、具体的な倒産処理については法的整理と私的整理に分けることができ、法的整理については破産法・商法・会社更生法などに規定されている。法的対応の整理について白田 [1999]、倒産という用語のあいまいさと概念について戸田 [1984] が詳しい。

³ この項の倒産研究における先行研究の分類は白田 [1999] によった。

も提示しない。また、倒産の原因を明らかにするという点では、松本[2005]による企業力指数がある。これは企業の体力を簡便な 5 つの指標の総合評価で表すものであり、倒産の発生そのものを予測するというよりは、その兆候や原因を探るための指標である。しかし、やはり各指標の悪化と現金が枯渇するという事象との間に因果関係が認められない点で、倒産の根本原因の解明やそのプロセスを明らかにするには不十分である。

また先述の 3 名による研究とは異なり、非財務的なアプローチによる研究が、Argenti [1976] や亀井 [2004] らによって行われているが、一般的なモデルの構築には至っていないと思われる。前者は倒産の過程を 3 パターンに分け、その過程を詳細に記述した。しかし倒産過程を特定の 3 パターンに分けるとするのは、一般性に欠ける節がある。後者はリスクマネジメントの観点から、倒産に関連する事象を列挙している。こちらは一般的な内容ではあるが、列挙の域を出ておらず、要素間の因果関係が弱い。

0.3 モデルの構築

0.3.1 モデル構築の契機

倒産研究の歴史は長く、様々な研究が存在する。しかしそれらの多くが倒産の事前予測を目的としたものであり、倒産のプロセスや原因を事後的に検証し、一般化を試みたものは少ないように思われる。その原因の一つは、現実のビジネスの場において、倒産という事象があまりに重要なことだからだろう。現実にはビジネスを行う人々にとって、倒産してから原因がわかって後祭りである。そしてもう一つの原因は、倒産の根本原因が多岐にわたり、とらえきれないことだろう。我々の研究は倒産の原因・過程を明らかにすることで、倒産しないための要素を導くものである。よって分析のためには新たなモデルの構築から始めなくてはならない。

そこで我々は、会計の勘定組織が現金に始まり、現金に終わるところに、倒産つまりは資金の枯渇との親和性を見出し、ここからモデルを構築する

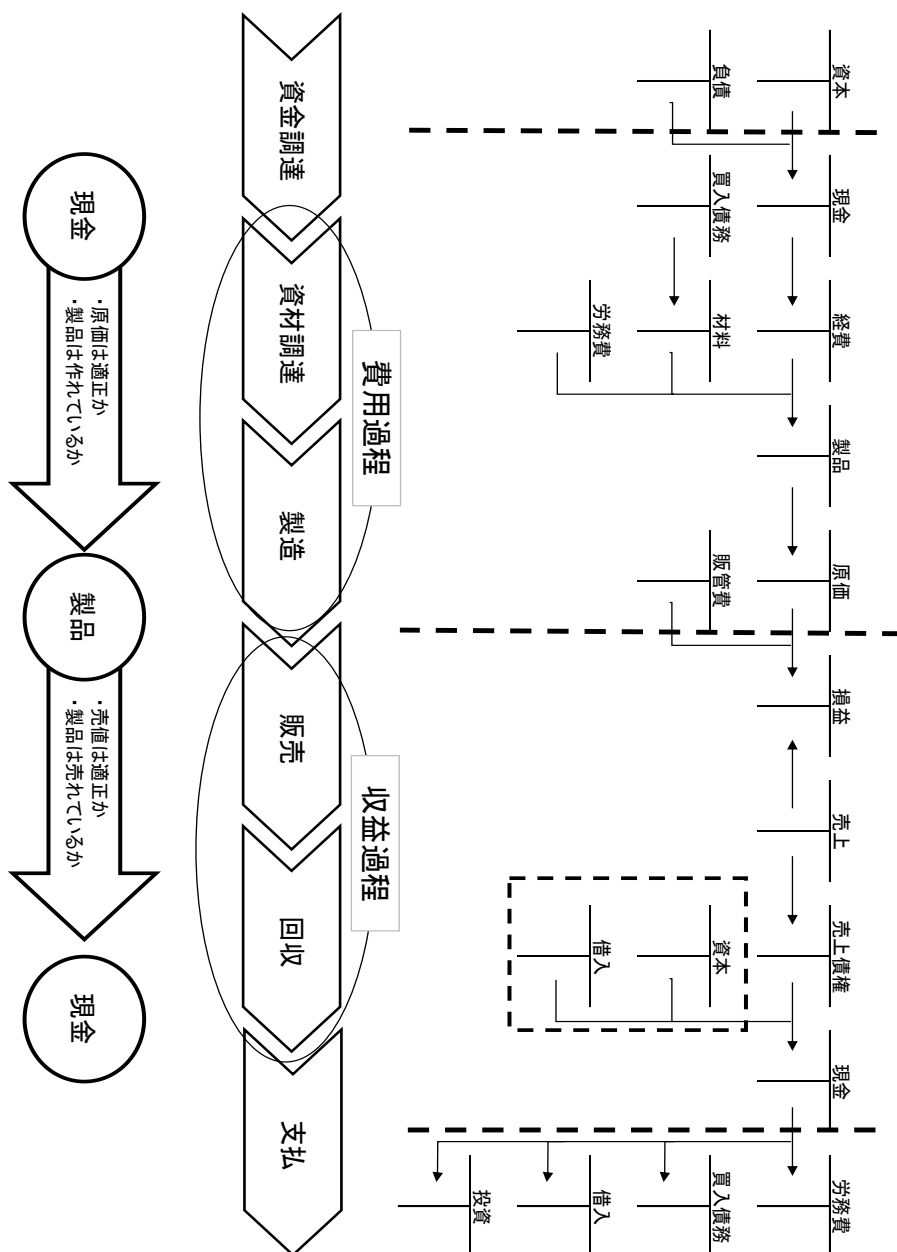
ことで倒産を分析した。

0.3.2 営業循環についての整理

このモデルは資金の枯渇を発生させた原因を明らかにし、そのプロセスを解明するものである。まず理論の下敷きとなるのは、複式簿記のシステムによって生じる勘定のつながりである勘定組織だ。図は製造業を想定した場合の勘定組織である。この過程に注目すると、費用が発生する過程と収益が発生する過程に分かれることに気付く。つまり現金に始まり、製品という点を折り返しとして、収益化され現金に戻る一連の循環である。この流れを一般的な用語で表せば、営業循環である。営業循環とは桜井[2015]によれば、「原材料を仕入れて製品を生産し、それを販売して代金を回収するという企業の主たる営業活動の循環」である。この循環はごく簡単に言えば、現金—製品—現金の循環である。この循環はマルクスが『資本論』（1867）で語った $G-W-G$ の考え方に類似している。

図表 0.3 がその自動車製造企業の勘定組織である。これは通常の簿記一巡を図に表現したものである。これを言葉で表すなら、資金調達⇒資材調達⇒製造⇒販売⇒回収⇒支払である。そして、この流れが先述のとおり、製品という資金の現象形態を折り返し地点として、費用過程と収益過程に分けることができる。

図表 0.3 自動車製造企業の勘定組織と資金循環

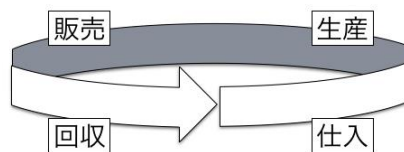


0.3.3 正常な営業循環モデルの構築

以上は営業循環についての整理である。ここからモデルの構築に入る。我々は倒産という事象を考えるにあたり、営業循環の考え方を拡張する。なぜなら企業活動の目的は営業循環を行って利益を稼得することであり、従来の営業循環の定義には利益獲得の側面が抜け落ちているからである。図表 0.4 が通常の営業循環の概念である。これは利益の稼得を考慮しないため、閉鎖軌道を描く。

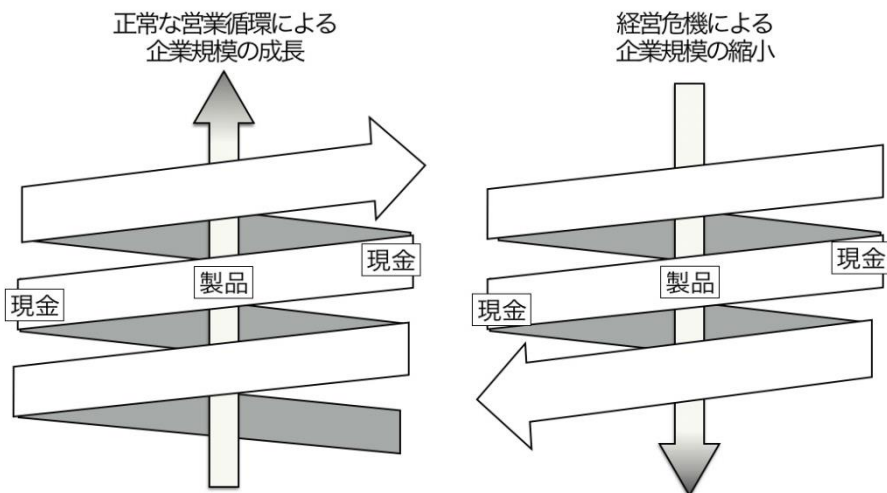
図表 0.4 利益の稼得を考慮しない通常の営業循環

通常の営業循環の概念



そこで営業循環の考え方を拡張し、仕入—生産—販売—回収のプロセスを通じ企業が成長している状態、つまり $G-W-G'$ ($G'=G+\Delta G$) の中で、 $\Delta G>0$ であることを指して、正常な営業循環にあるとする。つまり、ここ

図表 0.5 正常な営業循環と経営危機の概念図



以上を図式化すると図表 0.6 のようになる。このモデルを正常な営業循環モデルとし、資金不足発生の原因を分析するために用いる。

営業外収支

①資金の不足を観測

回収

仕入

②ボトルネック推定

販売

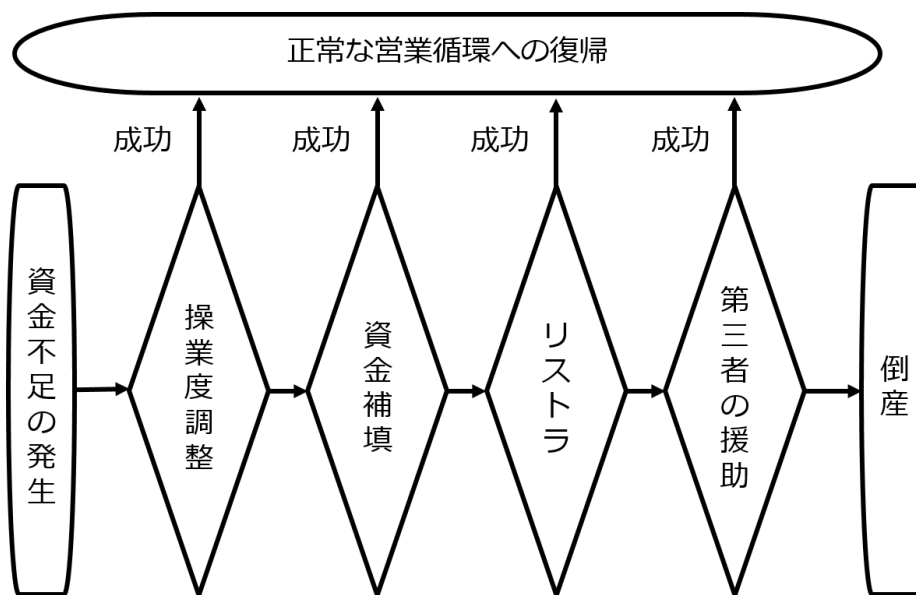
生産

経営危機が発生した場合の企業行動を整理する。一般的に企業ははじめに操業度を操作する。これは生産要素を不変とし、生産量のみを調整することを指す。例えば突然の市場環境の変化から、需要の減退が発生した時、生産量を調整しショックを吸収する。操業度調整で資金の不足が解決しない場合、次に借り入れ・増資・留保の切り崩しが行われ、正常な営業循環

に不足資金が補填される。ここには本業以外のセグメントからの内部補助も含む。不足分が補填できなかった場合、次にリストラクチャリング（事業再構築）が行われる。操業度調整との違いは従業員や工場設備など、生産要素自体を変化させることで、正常な営業循環に復帰しようとする点である。しかしこのリストラクチャリングについては、社内外から大きな反発が予想される。ここまでが自力での危機脱出のプロセスであり、最後のリストラクチャリングに失敗した時点で、企業として失格の烙印を押され、市場からの淘汰を待つのみとなる。

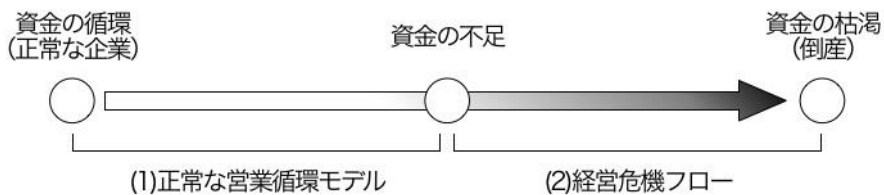
しかし、時としてそのような企業に価値を見出した第三者が現れ、その第三者による援助によって倒産が回避できる場合がある。大きすぎてつぶせない場合や、特有の技術などを持っている場合が多い。誰も救済に乗り出さない場合、あえなく倒産となる。以上の経営危機についてのフローを図示すると図表 0.7 のようになる。このモデルを経営危機フローモデルと呼び、経営危機において、当該企業がどこで躓いたのか。そして経営危機がどの程度の深刻さだったのかという分析に用いる。

図表 0.7 経営危機フローモデル



以上が今回、我々が分析に用いるモデルである。この2つのモデルを総称して危機原因分析モデルと呼称する。この2つのモデルは企業の状態を測るためのモデルであるが、用いられるフェーズが異なっている。倒産に至る原因や過程を明らかにするにあたり、前提として健全な状態と倒産という両極の点が存在するとすれば、その中間点として資金の不足という事象が存在する。ある健康な企業が資金不足に至るまでの過程を正常な営業循環モデルで、資金不足に陥った企業が倒産に至るまでの過程を経営危機フローモデルで分析する。図表 0.8 のようにして倒産という事象が発生した要因を分析していく。

図表 0.8 2つのモデルの分析範囲



第1章

トヨタの財務戦略の強み

—日産との比較—

1.1 バブル崩壊後に至る時代背景

1970年代半ばのオイルショックを経て、日本の産業は国際的な競争力を獲得し、世界の市場を席卷した。他国経済がオイルショックで停滞する間に日本だけが突出する構図となった。この背景には日本企業の強さもあるが、為替レートが割安に固定されていたことが大きい。このころの日本の輸出は集中豪雨的と称された。しかしこのダンピングに近い輸出形態は次第に軋轢を生み、貿易摩擦の問題を生んだ。その後1985年のプラザ合意で急速な円高ドル安の為替変動が生じ、一時は日本経済の失速が騒がれたが、比較的早期に立ち直ることができた。この時の低金利政策がバブル経済をもたらし、歴史的な株高を記録する。1990年代に入るとバブル崩壊の影響が日本中に浸透し、不良債権問題と相次ぐ巨大企業の破たんが、日本経済の長期停滞のきっかけとなった。

1.2 日産の経営危機概要

本章では、序章で説明した危機原因分析モデルを用いて日産が経営危機に至った原因を分析した上で、トヨタが同様の事態に陥らなかった原因を分析し、トヨタの強みを明らかにしていく。

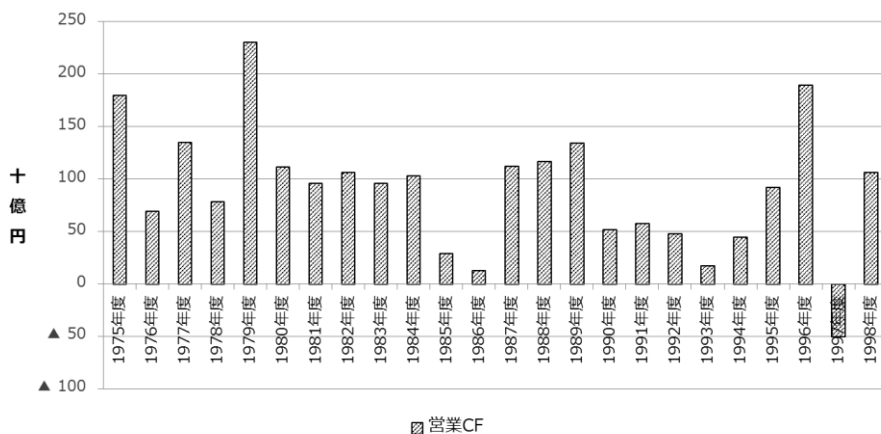
日産は、1999 年にフランスの自動車メーカーであるルノーとの資本提携を発表した。この資本提携によって、ルノーが日産の株式の 44.4%を保有し、さらには当時ルノーの副社長だったカルロス・ゴーン氏が日産の COO に就任することになったため、日産は事実上ルノーの傘下に下ることとなった。これは、経営危機フローモデルにおける、第三者の援助とみなすことができる。

1.3 正常な営業循環の検証

実際に日産の営業 CF（図表 1.1）を見ると、80 年代に入ってから横ばい、もしくは減少傾向にあったことがわかる。このことから、1980 年度前後から、正常な営業循環から外れていたと言えるだろう。では、正常な営業循環のプロセスのうち、どの部分が原因で逸脱してしまったのだろうか。

図表 1.1 日産の営業キャッシュ・フロー

出典：有価証券報告書

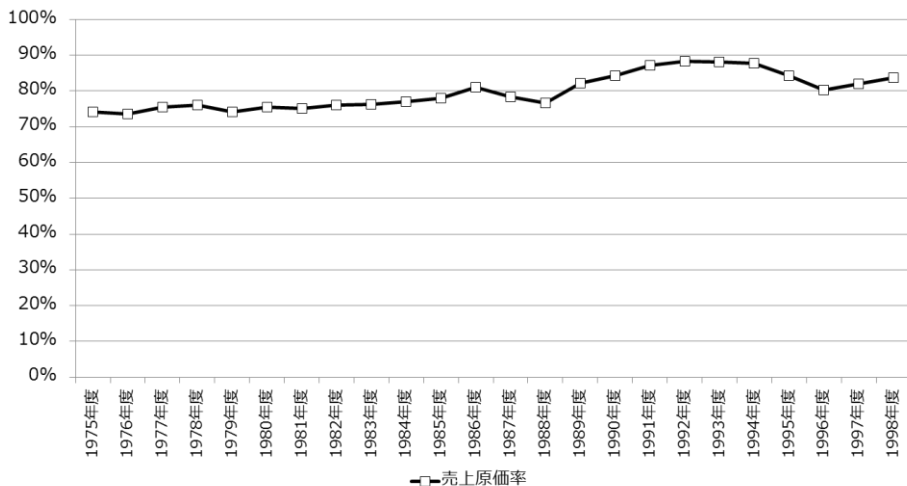


1.3.1 仕入⇒生産プロセスの検討

まず、仕入⇒生産の部分を確認するために、売上原価率の推移(図表 1.2)を見てみると、上昇トレンドがみられる。これは日産の系列システムが機能不全に陥っていたためである。系列システムは品質と低コストを両立し得るシステムであるが、一方で購買プロセスの硬直化の危険があり、高コストになる危険がある。この負の側面に日産は陥っていた。資本参加と長期的な日産からの人員派遣は、仕入機構を硬直させてしまった⁴。

図表 1.2 日産の売上高原価率推移

出典：有価証券報告書

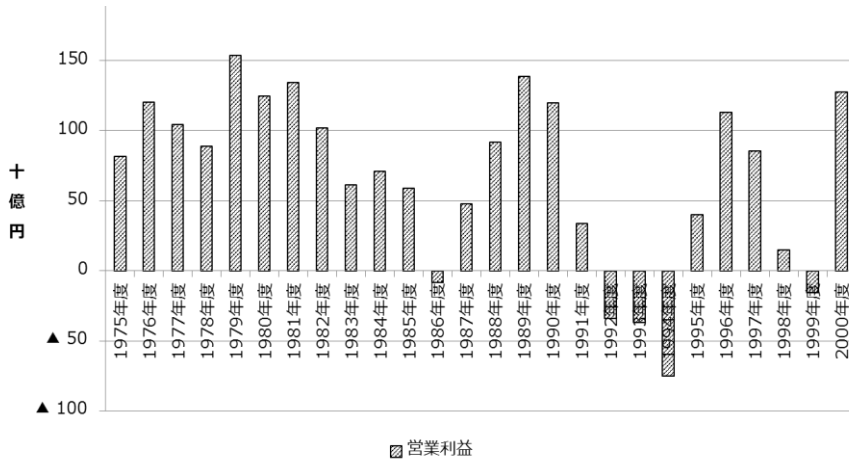


⁴ この点について、のちにカルロス・ゴーン氏が日産の再建に着手した際の計画である日産リバイバル・プランによると、当時の日産の仕入コストは、ルノーの仕入コストより 20%ほど割高となっていた。これが日産の再建の柱にサプライヤーの削減が据えられた原因でもあろう。日産自動車 [1999] 参照。

1.3.2 生産⇒販売プロセスの検討

図表 1.3 日産の営業利益推移

出典：有価証券報告書

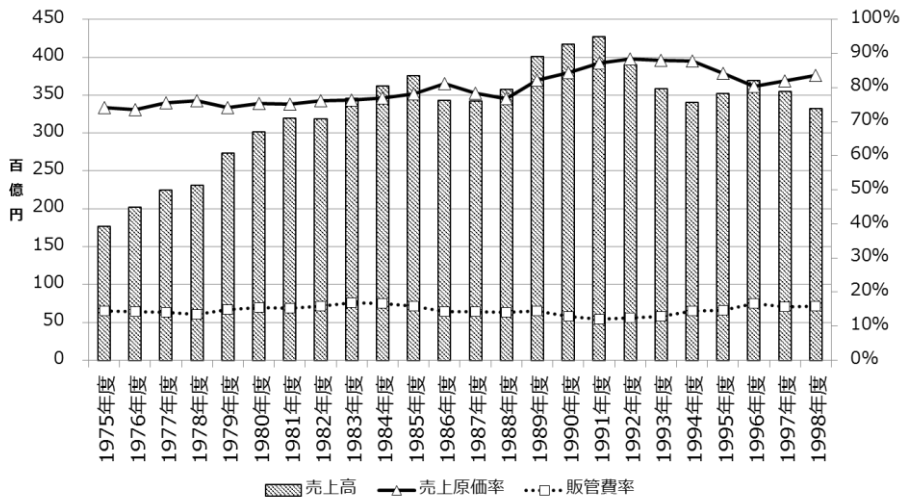


次に、生産⇒販売プロセスに着目する。営業利益の推移（図表 1.3）を見ると、営業 CF と同様に、80 年代から減少傾向にあったことがわかる。つまり、生産⇒販売プロセスでは問題を抱えていたということがわかる。

生産⇒販売の部分でなぜ問題が生じたのか。営業利益が減少していった原因をさらに探るため、売上高と販管費率の推移（図表 1.4）も見てみると、80 年代前半はわずかながら販管費率が上昇している。また、80 年代後半以降は売上高の成長が止まってしまっている。

図表 1.4 日産の売上高推移と売上原価率、及び販管費率の推移

出典：有価証券報告書



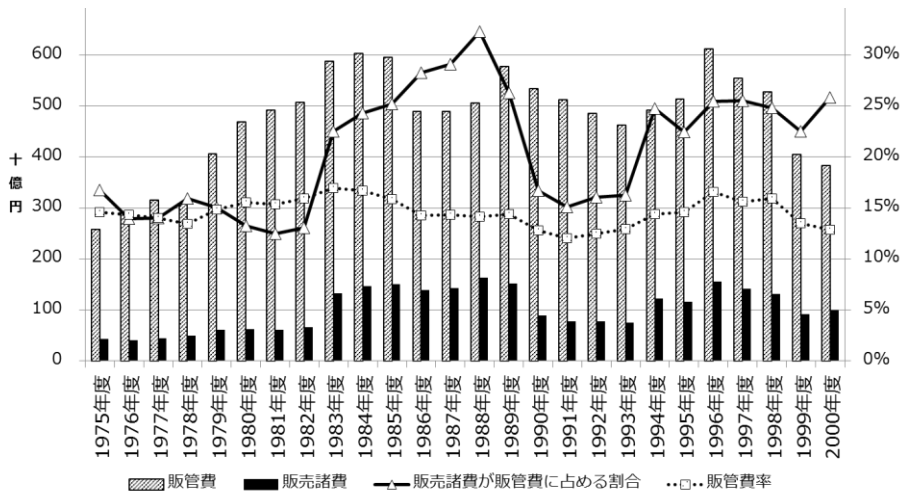
1.3.2.1 販管費増の原因：販売諸掛の増加

まず、80年代前半に販管費率が上昇した原因をさらに詳しく見ていく。図表 1.5 を見ると、販管費の内の1つの項目である販売諸費の増加が販管費率を押し上げていることがわかる。販売諸費とは、主に販売奨励金としてディーラーへ与えられていた経費である。日産は販売台数に応じて販売奨励金をディーラーに与えていた⁵。ディーラーは高値で下取りを行うなど、実質的な値引き戦略に走った。この制度によって、販売諸費が増加することとなった。

⁵ 販売奨励金は自動車販売のインセンティブとしてディーラーに与えられる。主に特定の車種の販売でこ入れに用いる。販売価格の直接減額と異なり、奨励金自体は販売価格に影響しないため、ブランドイメージを保ったまま売り上げを向上させる効果がある。同時にディーラーに明確な目標を与えることになるので、過剰な販売促進をもたらし、日産グループ全体の利益減少を招いた。

図表 1.5 日産の販管費及び販売諸費の推移

出典：有価証券報告書

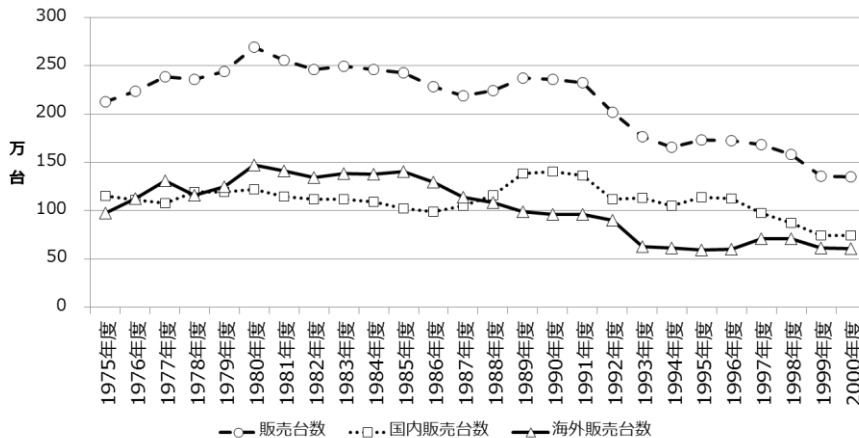


1.3.2.2 売上高低迷の原因：ディーラー政策の失敗

次に、売上高が80年代後半以降伸び悩んだ原因を探る。販売台数の推移（図表 1.6）を見ると、80年代から減少傾向にあることがわかる。国内・海外別に見ると、ともに80年代に入ってから伸び悩み、海外販売は85年度以降、減少の一途を辿っている。なぜ国内販売は伸び悩んだのだろうか。その原因は、トヨタとの間に生まれたディーラーの量と質の差だと考えられる。

図表 1.6 日産の自動車販売台数の推移

出典：有価証券報告書



さらに図表 1.8 を見ると、80 年代後半にかけて、トヨタとのディーラー数の差が一気に拡大していることがわかる。70 年代後半から、営業マンが各家庭を訪問する従来の販売方式から、現在のように顧客がディーラーに出向いて車を購入するスタイルに移行していった⁶。そのため、このディーラー数の差が、拡大した市場のパイをそのままトヨタに奪われていくこととなり、日産は国内で販売台数を伸ばせなかった。

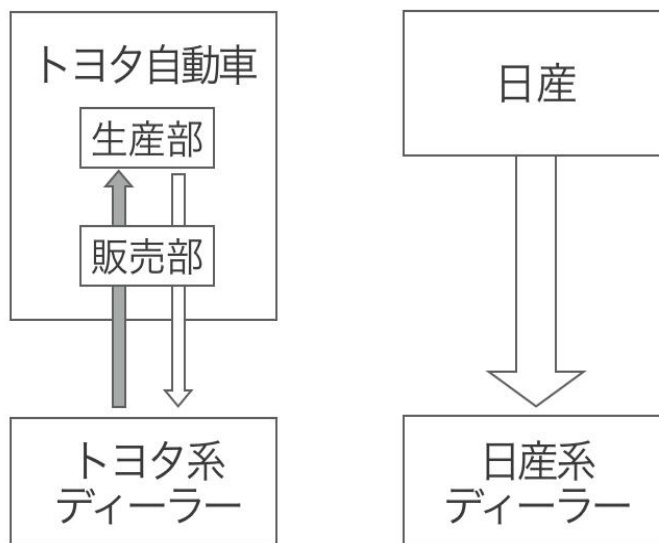
さらに、元々は販売会社とメーカーがそれぞれ独立して存在し、ディーラーから現場の情報がメーカーに行き渡りやすいシステムがトヨタでは構築されていた一方、日産はメーカー側がディーラーに独立採算を求めるなど、販売の部分を軽視していた節がある⁷。1970 年後半、日産は 2 年間

⁶ 従来の自動車販売は、販売員が直接世帯を訪問し、契約を結ぶ方式であった。しかしマイカーの浸透とともに、ディーラーを各地に置き、そこに顧客側が出向く方式に変化した。アフターサービスを含め、ディーラーが地域のサービス拠点となったため、競争の軸が出店競争となると同時に、サービス向上による差別化競争に移った。営業のトヨタ、技術の日産といわれるように、このような変化はトヨタの優位を決定づけた。

⁷ 図表 1.7 を考えると、トヨタ生産・販売方式は現場から情報を吸い上げるシステムである。ディーラーから集約された受注に基づき、必要

で国内販売シェアのトップに立つことを宣言した。しかし、通常の場合、新車の新規開発は数年かかるため、新製品を売り出すことは2年では間に合わない。しかし販売店に報奨金を出す余裕も当時はなかったため、独立採算を求めるに至り、シェアはむしろ低下することとなった。結局、顧客の声をすくい上げる体制ができていたトヨタとは、ディーラーの質の面でも差をつけられてしまっていたと言えるだろう。

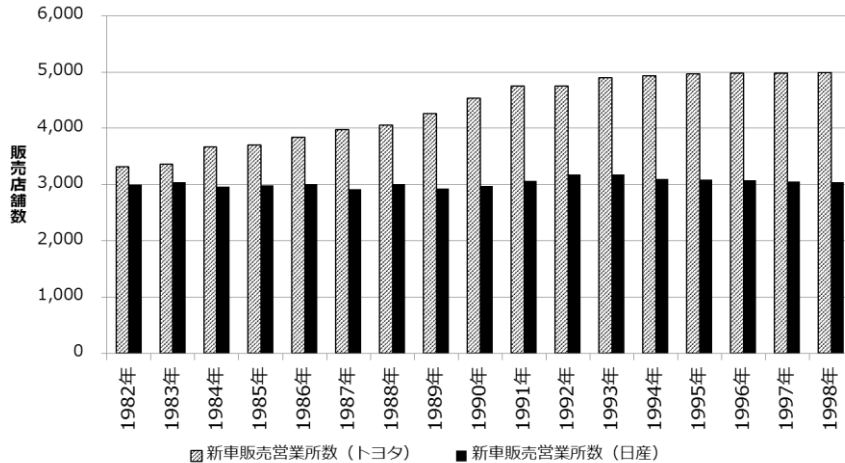
図表 1.7 トヨタと日産の販売組織の違い



な分だけを作るのがジャスト・イン・タイムであり、このように販売に重きを置いた結果、情報が中央に流れるようなシステムになっている。一方の日産はトヨタとの比較で言えば、よりよいものを作れば売れるに決まっているというスタンスであり、市場を軽視している。それが販売組織によく表れている。

図表 1.8 トヨタと日産の国内販売店舗数の推移

出典：自動車年鑑。



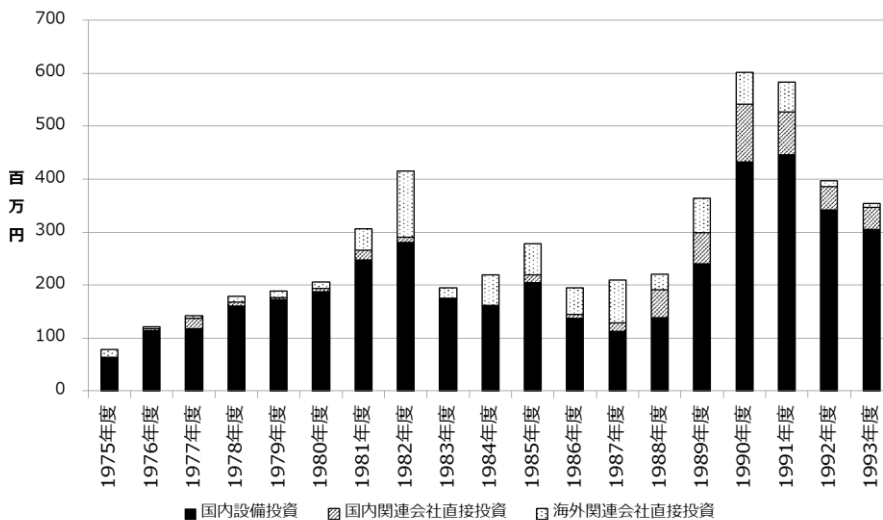
1.3.2.3 日産の投資戦略の検討

日産は 80 年代にディーラー拡大のために投資をせず、何に投資をしていたのだろうか。図表 1.9 は日産の国内設備投資額・国内関連会社直接投資額（ディーラーへの投資はこれに含まれる）・海外関連会社直接投資額の推移を示している。80 年代前半に注目してみると、海外関連会社直接投資額が急激に増加していることがわかる。つまり、日産は国内ディーラーへの投資よりも海外投資を重視していたのである。国内市場よりも海外市場を優先していた背景としては、前述の国内販売不振により、70 年代後半以降、国内シェアが低下の一途を辿っていたことから、海外では先手を打とうというインセンティブが働いていたことが挙げられる。さらに、海外販売で得た資金を国内に投入し、トヨタを追い上げようという狙いもあったとみられる。

しかし海外への積極投資を行ったものの、前述の通り、結局海外販売も不振に陥ってしまう。その原因は、まず 1981 年から始まった対米輸出自主規制である。70 年代後半から顕著になりはじめた日米の貿易摩擦を鑑み、日本の自動車業界は輸出自主規制を始めた。さらに、1985 年のプラザ合意により急速な円高が進行したことは、海外販売台数が減少トレンドに陥った大きな原因である。外部環境の変化により、多額の投資を行った海外展開は失敗に終わってしまう。

図表 1.9 日産の地域別投資額推移

出典：有価証券報告書



1.3.2.4 生産⇒販売プロセスまとめ

以上で述べた生産⇒販売において問題が生じた原因を整理すると、以下のようになる。まず、ディーラー数・販売力の差から次第に国内シェアが低下していく。それを挽回するために海外投資を進めるが、外部環境の変化によって思うように投資を回収できない。また、海外投資を優先することで、国内のディーラー数はさらにトヨタに水をあけられてしまう。同時に販売奨励金を国内のディーラーに注入するが、根本的な問題の解決には至らず、経費が増大する一方である。結局、国内・海外ともに販売不振に

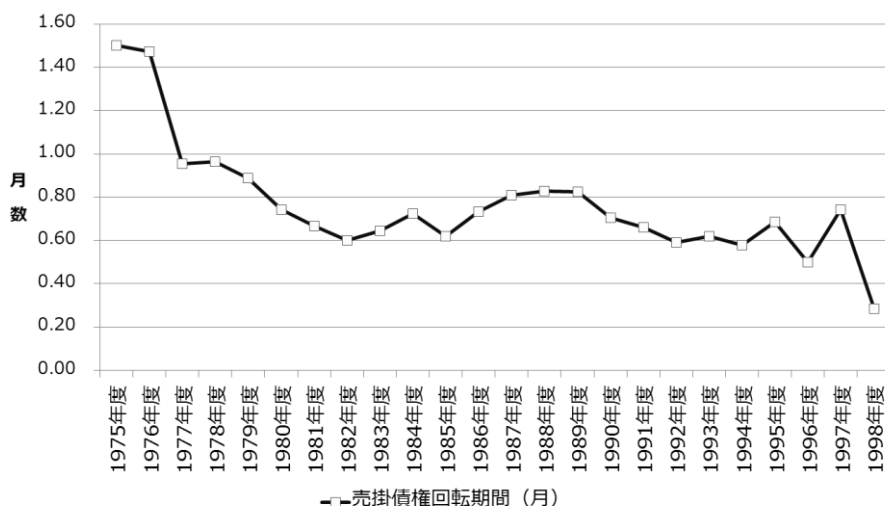
陥り、生産⇒販売の部分で立ち行かなくなってしまう

1.3.3 販売⇒回収プロセスの検討

最後に、販売⇒回収の部分について分析するために、図表 1.10 売上債権回転期間の推移を見てみる。こちらも売上原価率と同様にほぼ横ばいで推移しており、問題はないと言える。

図表 1.10 日産の売掛債権回転期間の推移

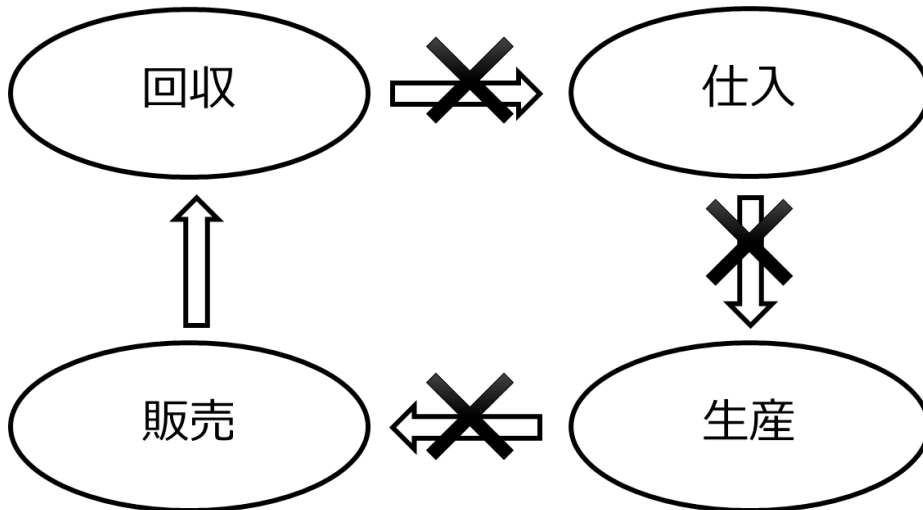
出典：有価証券報告書



1.3.4 正常な営業循環まとめ

当時の日産は正常な営業循環を逸脱していたといえる。ボトルネックは仕入⇒生産プロセスと生産⇒販売プロセスに存在しており、これらの原因は仕入機構が硬直化していたことと、国内外の投資戦略の失敗である。図表 1.11 が正常な営業循環モデルによる整理である。

図表 1.11 日産の正常な営業循環の状況



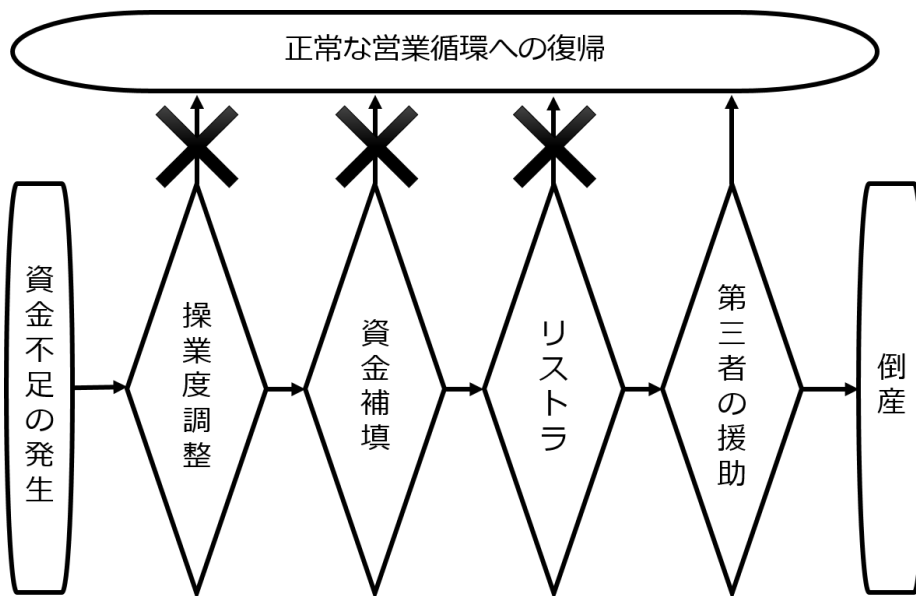
1.4 経営危機の検証

正常な営業循環から逸脱し、経営危機に直面した日産は、どのようにして正常な営業循環への復帰を試みたのだろうか。まず操業度調整についてはフルライン戦略⁸にこだわり続けたため、できなくなっていた。操業度を下げると規模の経済性が小さくなり、原価率の上昇につながってしまうため、操業度調整に頼ることはできなかった。次に資金補填だが、まず当時の日産のメインバンクだった日本興業銀行は、バブル崩壊後に多額の不良債権を抱えており、融資ができない状態だった。さらに、当時は有利子負債総額が2兆円を超えていたため、社債や株式によって資本市場から資金調達することもままならない状態であった。また、リストラを行おうにも、

⁸ フルライン戦略とは多様なニーズに合わせた車種を同時に展開し、すべてのニーズを満たそうとする戦略である。この戦略はGMの成功を支えた。当然大規模な生産設備と売れる見込みの両方が担保されたうえでの戦略であり、巨大メーカーにのみ可能な戦略である。しかし歴史的に日本の自動車産業は保護政策の恩恵を受け、中規模メーカーを含めたほとんどのメーカーがフルライン戦略をとっていた。

労組からの強い反対があり、大規模なリストラは自力では行えない状況にあった。1995年に経営危機脱却を条件に、神奈川の座間工場閉鎖を断行するが、経営危機を脱するには至らず、リストラ反対の声はより一層強まった。出向・転籍という名目で関係会社の人に人を追いやるのが精一杯という状況となり、ついにルノーという第三者の援助をもってして、正常な営業循環への復帰に成功する。図表 1.12 が以上を図式化したものである。

図表 1.12 日産の経営危機フローモデル



1.5 日産経営危機の根本原因

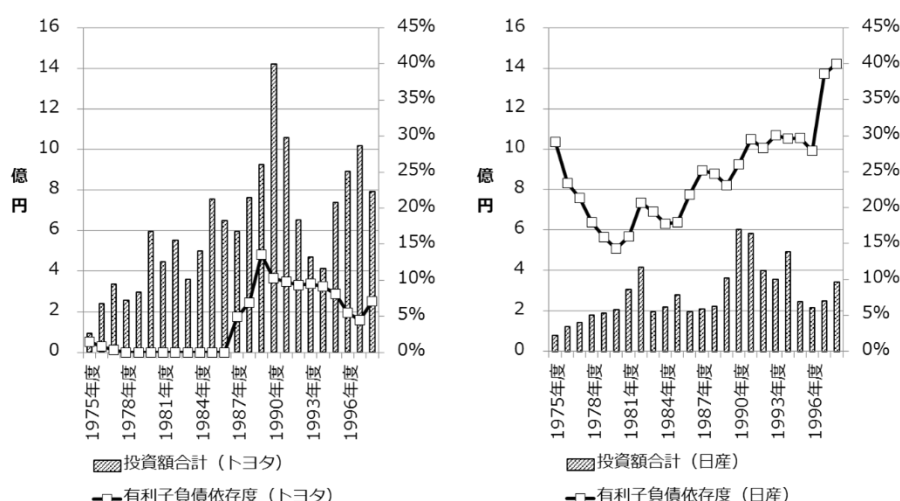
結局、日産が第三者の援助に頼らざるを得なくなった最大の原因はなんであろうか。その答えは借入偏重の過剰投資である。そもそも、自動車製造業は、多額の投資を要する割に、リターンが不確実な産業である⁹。しか

⁹ 自動車市場の特質について。終章にて詳しく述べるが、この市場は需要の短期的な変動が大きくなりがちな一方で、固定費が大きい、資金不足に陥るリスクが比較的大きい。

し日産は、過度な借入金依存の状態で積極投資を進めた結果、投資が失敗しリターンを生まないまま、コンスタントに発生する利息負担に苦しむようになった。図表 1.13 の日産の有利子負債依存度と投資額合計の推移を見ると、有利子負債依存度は、80 年代以降右肩上がりであり、80 年代以降の投資は負債に依存したものだと考えられる。過剰な設備と多額の負債を抱えてしまった日産は、バブル崩壊という外部環境の変化に対して、操業度調整や資金補填を行うことで対応できなかったのである。

図表 1.13 トヨタと日産の投資額と有利子負債依存度の推移

出典：有価証券報告書



日産の企業組織は既に強みから弱みに変化していた。かつて日産の企業組織と資金源泉は時代に適合していた。作れば売れる時代においては、メーカー優位の企業組織は一つの解たり得た。そして高度成長期から安定成長期にかけては、借入中心の資金調達も一定の合理性を持っていた。しかし時代の流れとともに、これらは強みから弱みへと変化した。所得の向上と販売方式の変化に伴って顧客重視の時代となったことが国内市場での苦戦を招いた。こうして行われた海外戦略も世界経済の構造が変わって、失敗に終わる。最終的にバブル崩壊によって金融システムが機能不全を起こし、そのあおりを受けてしまったのである。垂直統合的なシステムである点は、トヨタと日産は同じである。しかしその内部の組織の在り方は、

日産の方が硬直的だったといえる。

1.6 トヨタのバブル崩壊後における強み

一方で、トヨタは借入金に頼らない投資を行っていた。投資額合計は日産よりも大きいですが、有利子負債依存度はバブル期を除いてほとんど上昇していない。このように、負債に頼らない経営方針、つまり内部留保経営を行っていたことで、トヨタはリスクを回避できていたのである。この内部留保経営は、投資を回収できないリスクなど様々なリスクに対応できる点で、自動車業界におけるトヨタの強みであると言える。

トヨタの企業組織は先述のとおり、垂直的な構造をしている点で日産と類似するが、より時代の変化に柔軟であった。顧客からの情報を確実に吸い上げる販売システムもトヨタの強みである。

1.7 まとめ：日産の経営危機とトヨタの強み

日産の経営危機は過剰な借入依存によって生じた。既に日産の組織は硬直化し、営業力の差でトヨタとの差が開く中で、無理な投資戦略を行ったところに、外的ショックが加わって倒産寸前に追い込まれた。一方トヨタの資金源泉は内部留保であり、強気な投資を可能とした。トヨタは比較的柔軟な企業組織も相まって、ごく短期的なショックの中で、回復後をにらんだ投資ができたことが、日産とトヨタの明暗を分けている。

第2章

トヨタの財務戦略の強み

—GM との比較—

2.1 リーマン・ショックに至る時代背景

アメリカの自動車市場は日本のそれとは大きく異なっている。アメリカの広大な国土と移動距離の長さ、そして豊富な資源は、日本と同じように自動車を生活必需品たらしめたが、その自動車のニーズは大きくて速い車という、日本の自動車ニーズとは全く別のものとなった。1920年代にいち早くモータリゼーションを迎えたアメリカは、歴史的な自動車大国である。GM、フォード、クライスラーの3社はBIG3と呼ばれ、世界自動車市場のトップに君臨し続けた。しかし日本車などの躍進と市場の変化とともに、その存在感は相対的に薄くなった。

2000年代ごろの世界及びアメリカ経済は、ITバブルとその崩壊など浮き沈みを短期的に繰り返し、政治情勢も9.11テロやイラク戦争など不安定だった。過剰ともいえる金融の発展はバブルめいた浮き沈みを生み、その振れ幅が次第に大きくなって、実体経済への影響を顕在化させつつあった。2008年のリーマンブラザーズ破たんから始まるリーマン・ショックは、サブプライムローンの焦げ付きから、世界中の金融経済にダメージを与え、多くの企業を倒産に追いやった。

2.2 GM の経営危機概観

本章では、日産の場合と同じく、序章で説明した危機原因分析モデルを用いて GM が経営危機に至った原因を分析したうえで、トヨタが同様の事態に陥らなかった原因を分析し、トヨタの強みを明らかにしていく。

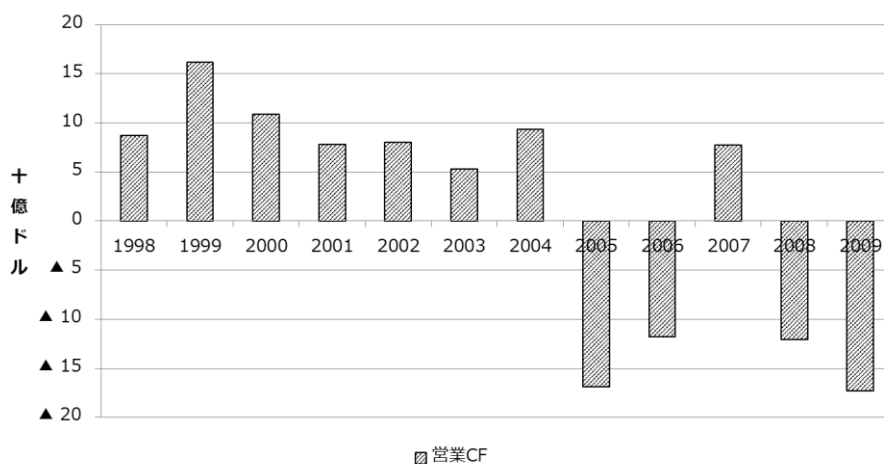
GM は 2009 年 3 月決算において負債総額が 1728 億ドルに上り、同年 6 月 1 日には連邦破産法 11 条の申請を行い、再建に向け法的整理に入った。その後 GM の実質国有化が発表された。これは経営危機フローモデルにおける、倒産とみなすことができる。

2.3 正常な営業循環の検証

実際に GM の営業 CF (図表 2.1) を見ると、横ばいないし減少トレンドを描いており、倒産直前の 2005 年ごろからはキャッシュ・アウト・フローが観測できる。すなわち 2000 年ごろから資金循環の縮小が見て取れ、正常な営業循環から逸脱しつつあると評価できる。では正常な営業循環のプロセスのうち、どの部分が原因で逸脱してしまったのだろうか。

図表 2.1 GM の営業 CF の推移

出典：General Motors Form-10k

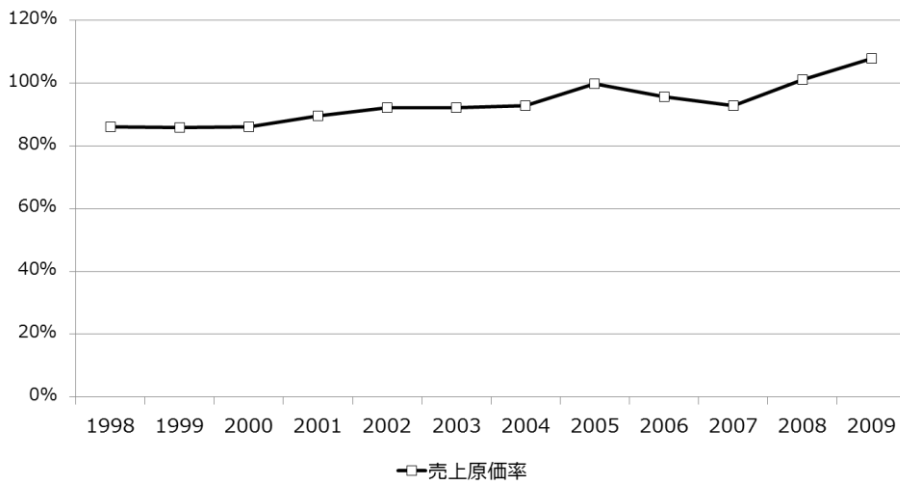


2.3.1 仕入⇒生産プロセスの検討

図表 2.2 を見ると、売上原価率が上昇傾向にある。この原因の一つは後述する値下げであるが、もう一つに GM の高コスト体質が挙げられる。GM は 2000 年代に入ると、多くのブランドが販売台数で 20 万台を割り込んでいる（図表 2.3）。結果として量産による規模の効果が薄れ、高コスト体質となった。

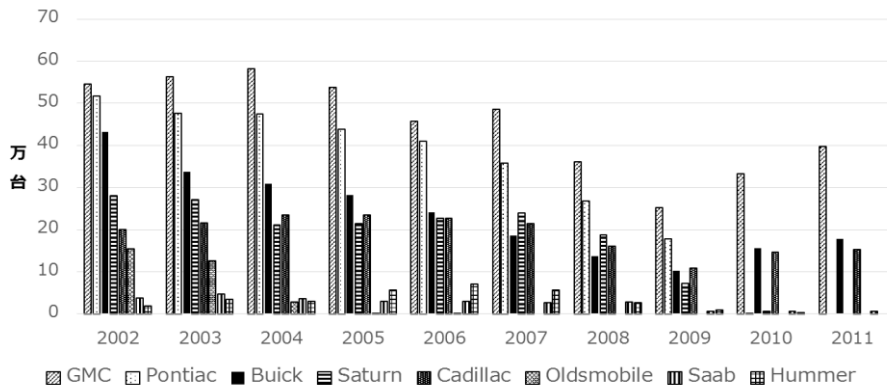
図表 2.2 GM の売上原価率推移

出典：General Motors Form-10k



図表 2.3 GM のブランド別販売台数

出典：Good Car Bad Car

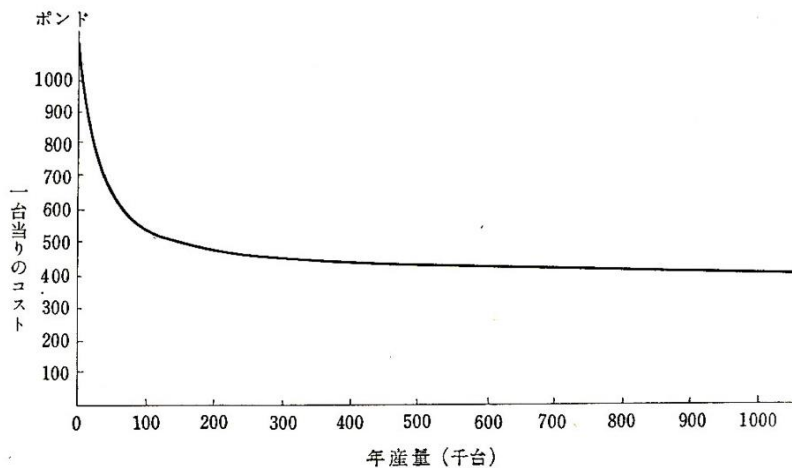


2.3.1.1 原価率高騰の原因：GM を蝕む高コスト体質

そもそも、GM がフォードを越えた理由は、多品種生産を可能としたからである。GM は T 型フォードがアメリカに浸透し、一方で人々に飽きられつつあることを敏感に感じ取り、フルラインの多品種生産を行うことで市場を席卷した。一見コスト的に割高に感じる多品種生産だが、実は大量生産による一台当たりコスト減少は、年産 20 万台から 30 万台を生産した時に特に生じるのであり、それ以上の生産はそれほどコスト低減に寄与しない。そのため各品種が 30 万台程度売れさえすれば、コスト的には単一品種大量生産とほとんど変わらない。そして後にこの法則を定量的に証明した研究が Maxcy et al. [1965] であり、マクシー・シルバーストーン曲線¹⁰と呼ばれる一台当たりコストと年産量の関係である（図表 2.4）。

図表 2.4 マクシー・シルバーストーン曲線

出典：マクシー [1965]



¹⁰ 縦軸に一台当たりのコスト、横軸に年産量を取り、自動車製造における規模の経済を定量的に示した図である。カーブが生じる原因は製造固定費の一台当たりの負担が、生産数量に応じて減少するためである。この研究の初出は 1959 年であるが、この規模効果が存在すること自体は自動車業界の常識であった。

2000 年ごろの GM の状況は、乱立するブランドのそれぞれが競争力を失っており、先述のとおり多くのブランドが販売台数で 20 万台を割り込んだまま放置された。結果として規模の経済性が弱まり、高コスト体質が定着した。

さらに GM は構造的な問題によって高コスト体質からの脱却ができなくなっていた。伝統的に GM は M&A による拡張を積極的に行っており、ブランドごとの事業部制を敷いてニーズへの対応力を強めていた。ブランドごとに裁量が大きく与えられ、これがブランド間のカニバリゼーションを引き起こしたと同時に、経営資源の分散をも引き起こした。さらに単一工場・単一品種で製造を行ってきたため、市場ニーズが遠のき、ブランドの廃止などの改革を求められたとき、必然的に工場の閉鎖が持ち上がるため、労働者との衝突が避けられなかった。

つまり GM はかつて自身の優位性となったブランド事業部制や単一工場・単一品種の製造工程が足かせとなって、高コスト体質からの脱却が不可能になっていた。ブランド中心で近視眼的ともいえる戦略と、それと結びついた閉鎖的な生産活動が、市場軽視をもたらし、工場規模での改革すら不可能とした。

2.3.1.2 原価率高騰の原因：レガシー・コストの存在

これは GM に限らず、アメリカの風土病ともいえる問題である。レガシー・コストとは、過去の従業員に係る負の遺産として発生するコストのことで、終身雇用制度に伴う年功序列型賃金制度による人件費や、厚みを持たせた年金制度から発生するコストなどが典型例である。これが GM ではかさんでおり、車一台当たりレガシー・コスト（図表 2.5）では、トヨタ

図表 2.5 トヨタと GM のレガシー・コスト比較

出典：Newsweek 日本語版 [2010]

	GM	トヨタ
自動車一台当たりレガシー・コスト	1400	100

よりも高くなっている。

レガシー・コストの負担は 2000 年頃にも増え続けており、これに関連したストライキも幾度か発生している。この背景には、自動車産業の労働組合である UAW の強さがある。アメリカの労働組合の多くは産業別に組織されており、自動車も例外ではない。UAW はその規模の大きさでもって、メーカーと対立していた。そもそも産業別の労働組合は企業別の労働組合と比べ、企業に対し非協力的である。なぜなら産業別組合の場合、ある企業との間に直接の利害関係を持たない、つまり従業員でない場合が多く、協調するインセンティブを持たないためだ。さらに各年代の経営者はレガシー・コストが将来世代にわたるものであるため、短期的な損得勘定から要求の多くを承諾してきた。結果としてレガシー・コストは膨れ上がり、経営を圧迫するまでに至った。

2.3.1.3 仕入⇒生産プロセスのまとめ

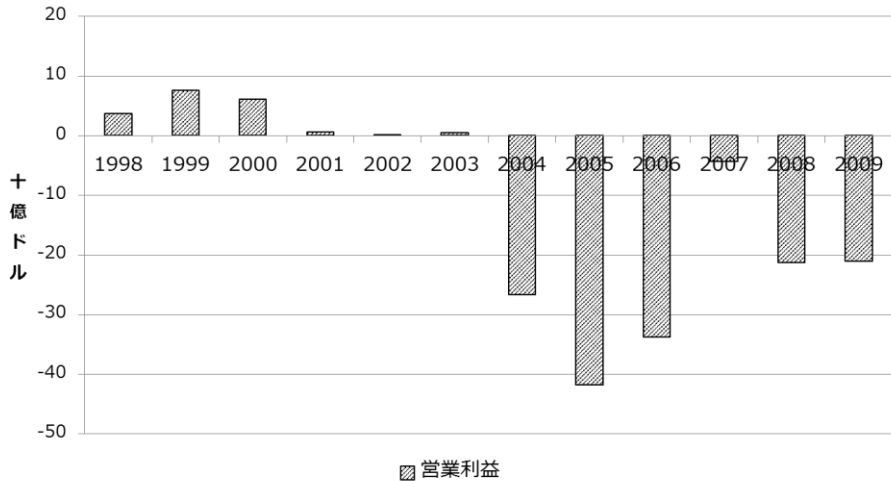
GM の仕入⇒生産プロセスにおけるボトルネックは、過去の成功体験が転じて経営の足かせとなったことと、アメリカ独特の雇用制度にある。これらの問題を認識しながら、抜本的な解決策を提案しない、ないしはできない状態に GM は陥っていた。

2.3.2 生産⇒販売プロセスの検討

図表 2.6 を確認すると、営業利益が減少している。その原因は先ほど言及した通り、原価率の高騰である。原価率高騰の原因のもう一つの原因は GM が顧客に対する値引きを積極的に行ったからだ。図表 2.7 は一台当たりの平均インセンティブ金額であり、これは明らかに GM の水準が高い。値引き額が増えた原因は二つある。一つはニーズ離れであり、もう一つはディーラー間の過剰な競争である。

図表 2.6 GM の営業利益額推移

出典：General Motors Form-10k



図表 2.7 GM とトヨタの一台当たりインセンティブ金額 (百万円)

出典：共同通信 [2005]

	2001	2002	2003
GM	1,800	2,516	4,106
トヨタ	799	528	2,393

2.3.2.1 売上高低迷の原因：研究開発の軽視

2001 年の同時多発口以降、特に 2005 年ごろから原油価格が高騰した (図表 2.8)。アメリカでも低燃費車が求められるようになり、トヨタなどの小型で燃費のいい車が売れた一方で、GM が主力としたピックアップトラックや SUV と呼ばれる、燃費の悪い大型車の売れ行きが急速に悪化した。そのため図表 2.9 のように GM の販売は低迷した。GM はそのようなトレンドの変化を知りつつも、有効な手段を打てなかった。その理由は、

GM が外圧のかからない環境下で研究開発を怠っていたからである。

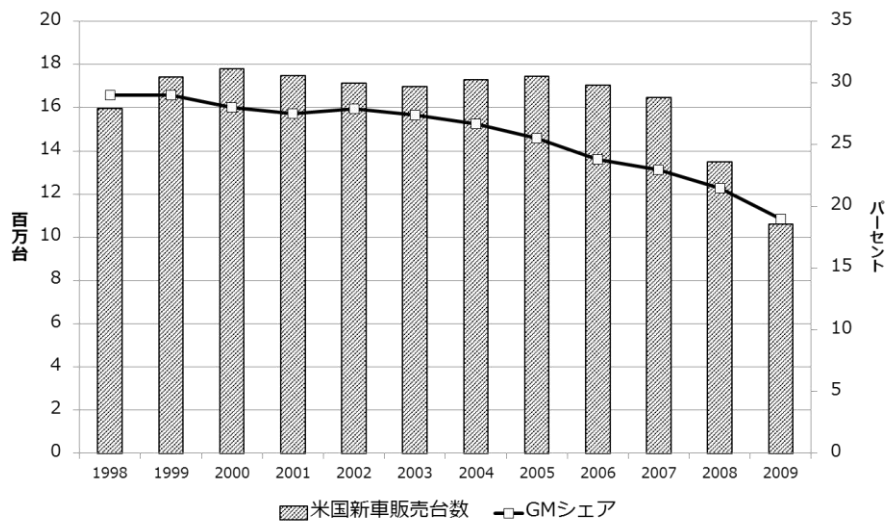
図表 2.8 アメリカの原油価格推移

出典：U.S Energy Information Administration [2015]



図表 2.9 GM の米国新車販売台数と米国市場のシェア推移

出典：OICA [2015]、General Motors Form-10k



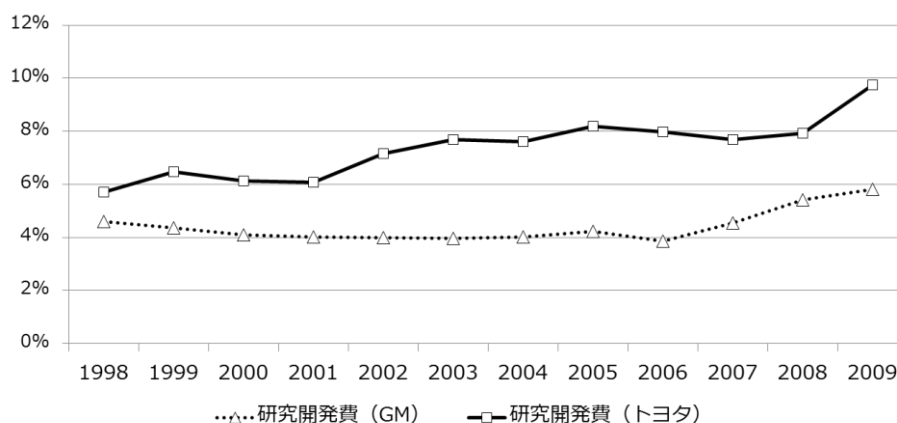
オイルショックの時代に 2000 年代同様、原油高が進行し、日本車が市場を席卷した。この時 GM は研究開発のコストと日本バッシングというロビイングのコストとを天秤にかけ、ロビイングを選んだ。結果として大型車メインのメーカーにのみ有利な排ガス規制¹¹や、貿易摩擦という外交問題に発展させ、日本車の快進撃を止めることに成功した。

2000 年代に入り、オイルショックの時と似たような市場環境となった際、既に日本車は現地生産という形でアメリカに定着しており、ロビイングによる締め出しができなくなっていた。しかし製品で戦おうにも、長年にわたり研究開発を怠ってきた GM には戦うための技術がなくなっていた（図表 2.10）。日本車はアメリカという外圧にさらされ、それを乗り越えるため、力をつけてきた一方で、GM は成功体験に縛られ、短期的な収益に固執した結果、財務状況を悪化させた。

さらに、仕入⇒生産プロセスの高コスト体質が販売にも影響した。大幅なリストラが事実上不可能であった GM は、プラットフォームの共通化で

図表 2.10 売上高でデフレートした研究開発費の推移

出典：General Motors Form-10k トヨタ有価証券報告書



¹¹ CAFE（Corporate Average Fuel Economy：企業平均燃費）による規制など。特徴として実際に販売した自動車全体で平均燃費を算出し、その数値に規制をかけている。しかし実態は GM などの主力商品である、大型の SUV については規制の抜け穴が存在しており、燃費改善のインセンティブは生まれなかった。

原価低減に取り組んだが、結果的に似たような車ばかりになってしまったことで GM 車に対する飽きを助長した。

2.3.2.2 売上高低迷の原因：ディーラー間の過剰な競争

値引き額が増えた原因としてもう一つ考えられるのが、ディーラー間の過当競争である。ディーラーあたりの販売台数をトヨタと GM で比較すると、圧倒的にトヨタの方が多い（図表 2.11）。なぜこのような事態になったのかといえば、一つはディーラーを減らせなかったからであり、もう一つはディーラーが減らないからである。

図表 2.11 GM とトヨタのディーラー数及び店舗当たり売上

出典：オートックワン [2009]、General Motors Form-10k

	ディーラー数	一店舗当たり売上高
GM	13,650	1,119
トヨタ	1,451	8,325

2.3.2.2.1 ディーラーが減らせない理由

ディーラーが減らせない理由は、州法にある。アメリカの法制度は複雑であり、各州に州法が定められ、その内容もさまざまである。そしてフランチャイズ制であるディーラーについての規制も州ごとに異なり、ある州では複雑な手続きを必要とし、またある州ではそもそもトップダウンでのフランチャイズ契約の破棄を禁じていた。実際かつて GM がフランチャイズ契約を破棄した際、訴訟問題に発展し、GM は莫大な違約金を払うこととなった¹²。よって、減らしたくても減らせない状況にあったといえる。

¹² ディーラーの不採算性については Bloomberg.co.jp[2009]によって報じられている。また大賀 [2010] において、GM がかつて老舗販売チャネルの一つ Oldsmobile を廃止した際に、契約を打ち切ったディーラーから 10 億ドルもの賠償請求を受けたという記述がある。これほどの賠償が必要だとすれば、GM がディーラーを野放しにしたことも、短期的には合理的だといえるだろう。

2.3.2.2.2 ディーラーが減らない理由

ディーラーが減らない理由はスイッチングコストにある。アメリカのディーラーは、日本のディーラーとは異なり、様々な会社の製品を売ることを許されている。仮に GM やクライスラーの販売をやめるのであれば、選択肢としてトヨタなどの日本車系ディーラーも挙がるはずだ。しかし日本車売るためには系列関係に入らなくてはならないため、ディーラーとしてはスイッチングコストがどうしても高くなる。さらに日系メーカーとしても、サービス水準の維持や固定費の削減のため、むやみな引き抜きをするインセンティブを持たない。よって、収益性の高いディーラーも、そうでないディーラーも惰性で GM の商品売り続ける構図になっている。

2.3.2.3 生産⇒販売プロセスのまとめ

生産⇒販売プロセスでボトルネックとなったのは、短期収益重視の経営である。研究開発やディーラー数の削減は、ごくごく短期間で見れば高コストに見える。しかしそれは長期的に見れば大きなキャッシュ・フローを生むこととなる。このような体質を放置してしまったことに GM の難点がある。

2.3.3 販売⇒回収プロセスの検討

図表 2.12 の売掛債権回転期間を見ると、時とともに悪化している。この原因は販売不振の解消のため、ローン販売を推進したことにある。

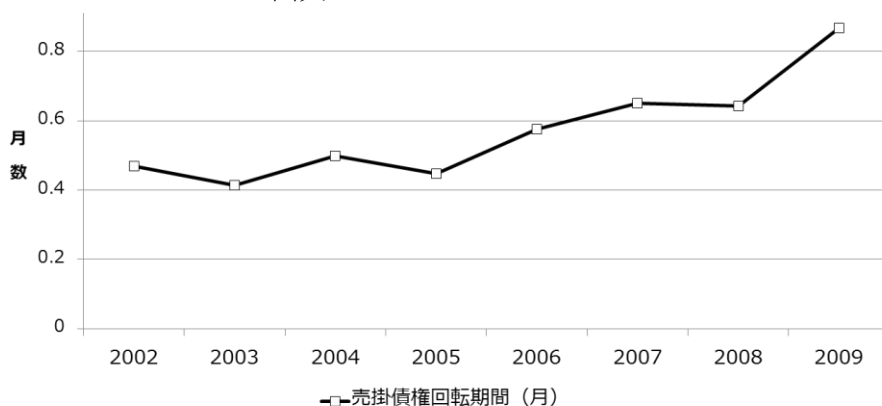
1990 年代末ごろから販売低迷に苦しんだ GM は、与信の低い顧客に対してもほとんど審査なしでローンを組ませ、自動車を販売した。この自動車版サブプライムローンともいえるローンは、他の比較的低リスクのローンとともに証券化され GM の金融子会社である GMAC によって市場に送られ、手数料とともに莫大な収益を挙げた。そのうちに GMAC はリース販売を利用して、そのリース債権を証券化して市場に流すように

なった¹³。

こういったローンの仕組みは単純に現金回収を遅延させ売掛債権を増加させたため、売掛債権回転率悪化をもたらした。

図表 2.12 GM の売掛債権回転期間の推移

出典：General Motors Form-10k

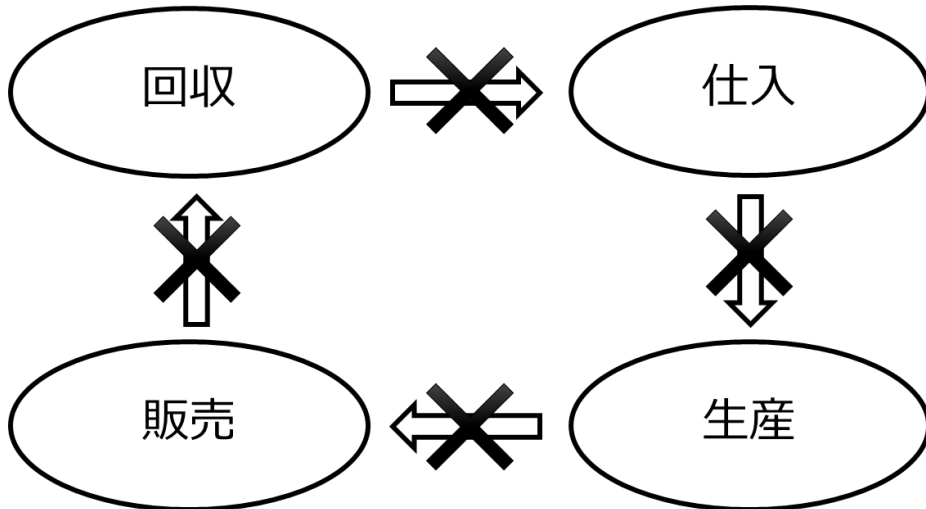


2.3.4 正常な営業循環まとめ

当時の GM は正常な営業循環から逸脱しているといえる。そのボトルネックは3つすべてのプロセスに存在している。図表 2.13 が GM の状況を正常な営業循環モデルで整理した図である。

¹³ これら自動車版サブプライムローンの仕組みと、さらに本物のサブプライムローンにまで手を出したところにリーマン・ショックが発生し、GM に致命傷を負わせた。

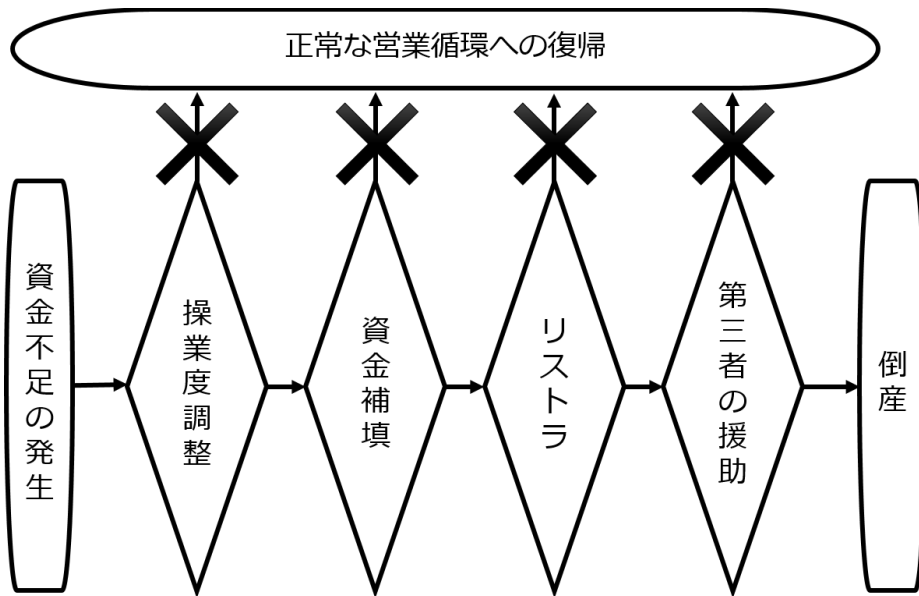
図表 2.13 GM の正常な営業循環の状況



2.4 経営危機の検証

次に経営危機発生後の GM の危機対応を検討する。まず、操業度調整は失敗に終わった。値引きなどの販売奨励で、操業度を維持できるよう働きかけたが、失敗してしまった。次に資金補填だが、頼みの綱だった金融部門からの内部補助が限界に達した。さらに突然の不況に市場が冷え込んだことと、GM の財務状況が一変したため、外部からの資金調達にも失敗した。これに対し、GM はリストラを行ったものの、当時の労働協約により、レイオフした労働者の賃金保証を行わざるを得なかったため、結局人件費が固定費化し、リストラに失敗した。第三者が現れるほどの時間的余裕もなく、資金ショートが見込まれたため、連邦破産法 11 条の申請を行い、GM は倒産した。図表 2.14 が GM の経営危機フローモデルによる整理である。

図表 2.14 GM の経営危機フローモデル



2.5 経営再建の効果

GM の再建案は 4 本立てである。

- ブランドの削減

4 車種のみを残し、他をすべて廃止。比較的売れ行きの良かったブランドだけ残し、規模の経済性が発生するようになった。
- ディーラーの削減

北米の 4 割近いディーラーを削減した。こうして一店舗当たり売上を向上させ、コスト削減と効率化に成功した。
- 人件費削減

従業員を解雇するとともに、退職給付について確定給付から確定拠出へ一部変更して、今後の退職給付に係る負債の計上を回避した。既にレガシー・コスト化している部分については、一括給付を行い、一括給付を拒んだものに係る負債については、年金バイアウトを行って

負債を分離した¹⁴。

- 株主構成の変更

デッド・エクイティ・スワップと、株式の国有化により、大幅な権限を委譲した。まず GM の債務を軽くし、そのうえでアメリカ・カナダによる国有化を行った。

これまで見てきた GM の構造的問題は、国有化という強権的なスキームでもって外科的に取り除かれた。結果として、正常な営業循環のボトルネックのほとんどが取り除かれた。

2.6 GM 経営危機の根本原因

GM が倒産した理由は、外圧のない環境において短期収益に固執したこと、そして会社組織の根幹にかかわる構造的な問題を放置したことにある。過去の成功経験に囚われ、既得権益に目がくらんだ結果の倒産といえる。

企業組織の観点からは、トヨタと GM が垂直的な組織である点は類似している。しかし GM の内部組織は水平分業的な構造になっており、これが組織の硬直化を招いた点に GM 倒産の原因がある。ブランド事業部制と単一工場単一品種生産は確かにニーズに合わせた機構であるが、顧客のニーズを吸い上げることも、柔軟な生産活動もできなかった。さらに事業部が縦割り組織と化し、カニバリゼーションとともに、硬直化を生んでしまった¹⁵。

¹⁴ 年金バイアウトとは、確定給付型の企業年金に係る資産及び負債を、ある程度のプレミアムを乗せて保険会社に売却することである。こうすることで年金はオフバランスされるが、受給者は保険会社から年金を受け取ることができる。

¹⁵ GM とトヨタの組織デザインについて、ロバーツ [2005] が詳しい。

2.7 トヨタのリーマン・ショックにおける強み

トヨタの行動はほとんど GM の逆である。オイルショックや貿易摩擦などの外圧のある環境の中で、その外圧へ対応する努力を怠らなかった結果、着実に力をつけており、労使協調の風土も相まって、リーマン・ショック時には販売が落ち込む程度で済んでいる。

トヨタの企業組織は GM の企業組織より柔軟である。トヨタはブランド別の事業部は採用してない。トヨタ生産方式の下では、一つのラインで様々な車種を製造する。フレキシブルな生産体制はトヨタと GM との大きな相違であり、トヨタの強みである。

2.8 まとめ：GM の経営危機とトヨタの強み

GM の経営危機は、かつて GM がフォードを追い抜いたときの強みが、逆に桎梏となり、販売不振や高コスト体質をもたらした結果である。GM は硬直化した組織の弊害を認識しながら、短期的な収益に固執してこの悪循環を断ち切ることができなかった。一方のトヨタは外圧の発生から逃げずに、着々と力をつけた結果、柔軟な組織もあって、リーマン・ショックを乗り越えることができた。この背景には、内部留保重視の資金調達や労使の協調という文化がある。

第3章

トヨタの財務戦略のルーツ

—必要性の観点からの分析—

3.1 危機の概観・問題提起

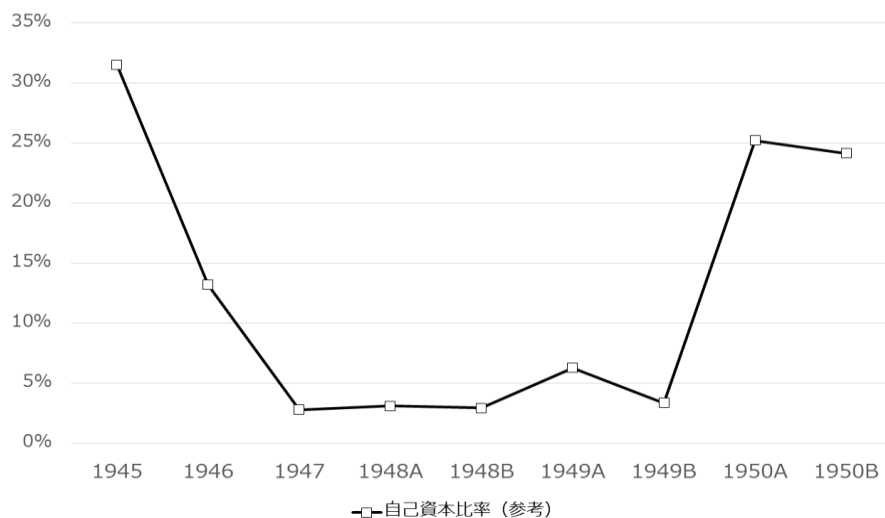
ここまでの分析で、日産とトヨタの命運を分けたのは、豊富な内部留保であり、そこから生じる強気の販売投資戦略と比較的小さい利息負担であることがわかった。そして GM とトヨタの命運を分けた要因が、突発的な危機に耐えうる内部留保と長期的視野の研究開発、及び労使協調姿勢であることがわかった。いずれの結論でも内部留保が重要であった点で共通している。そのルーツとして我々が指摘したいのは、1945 年から 1950 年にかけてのトヨタ（当時はトヨタ自動車工業）の経営危機である（なおこの危機を特に「戦後の経営危機」と呼称する）

今でこそ、トヨタは盤石な経営の手本として語られている。そして既に見てきたようにトヨタは多くの危機を乗り越えてきている。しかしトヨタの歴史上、一度だけ倒産寸前の危機に陥ったことがある。これが戦後の経営危機である。この際トヨタは日銀の協力のもと、銀行団による協調融資と経営改革を受けたのち、史上唯一の首切りを断行して、何とか生き延びることができた。トヨタにとってはこの危機が最大の痛恨事であろう¹⁶。

¹⁶ なお、2014 年に TBS 系列のスペシャルドラマとして放送された「LEADERS」はトヨタ自動車全面協力のドラマであるが、この題材は戦後の経営危機からとられている。トヨタとしても、この出来事を重要視しているのだろう。

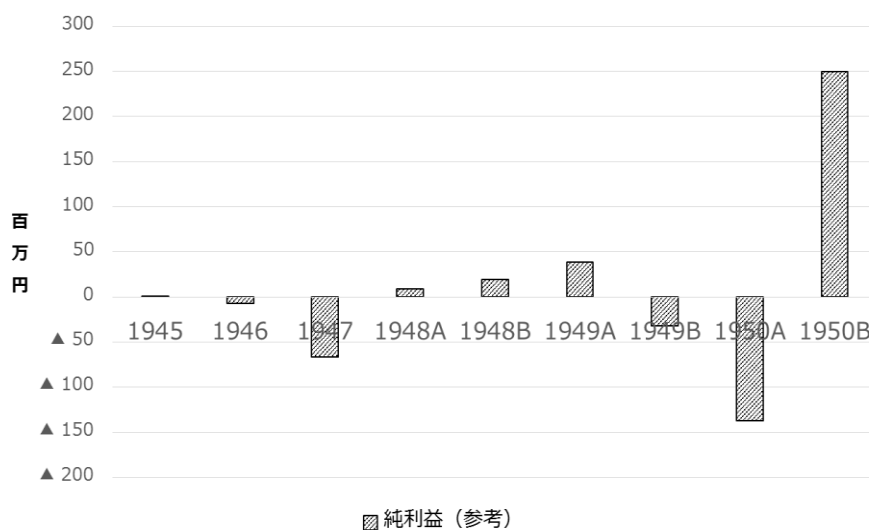
図表 3.1 戦後トヨタの自己資本比率推移

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書



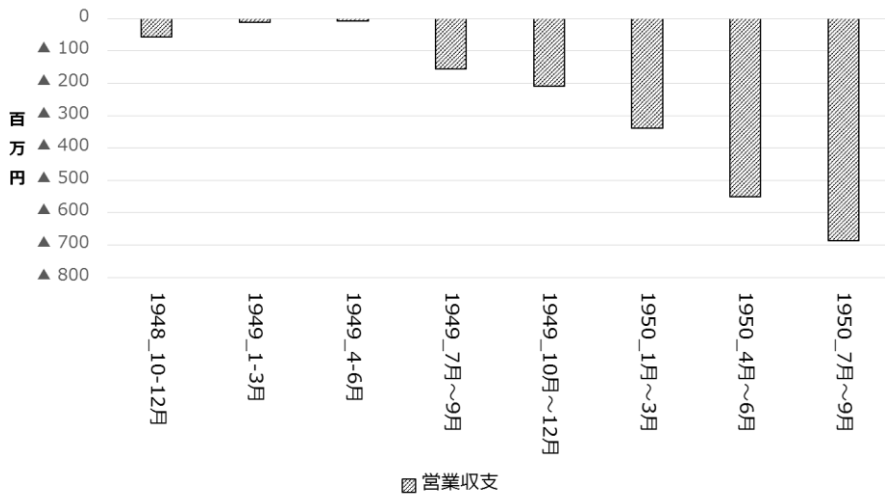
図表 3.2 戦後トヨタの純利益の推移

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書



図表 3.3 戦後トヨタの営業収支の推移

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書



この当時のトヨタの行動から、トヨタが経営危機にあったことは明らかである。日銀という第三者からの援助を受け、首切りを行っている。さらに財務指標を見ると巨額の借り入れのわりに留保がほとんど存在せず、大赤字を出している（図表 3.1、図表 3.2、図表 3.3 参照）。

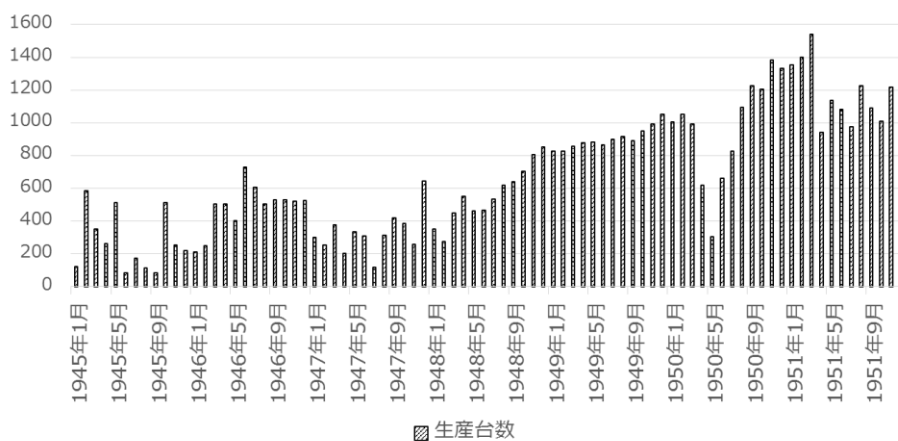
本章ではこのトヨタの歴史上、最大の危機の原因を危機原因分析モデルでもって探ることで、トヨタがどのような教訓を得たのかを明らかにする。またトヨタ経営方式といわれるシステムの萌芽の文脈を明らかにし、現代におけるトヨタの分析の足掛かりとする。

3.2 分析の方法

本章の考察年代は、1945 年 8 月 15 日の終戦から 1951 年 3 月期決算までとする。貸借対照表、および損益計算書が入手できたのは 1948 年 9 月期から 1951 年 3 月期の 6 期分である。これ以前の財務諸表については、一部のみ入手している。欠損していた年度の売上高については、当該期間の売上高を自動車の生産台数と当時の販売価格の積として仮に計算し、参考値として分析に利用している¹⁷。

図表 3.4 トヨタの自動車生産台数の推移

出典：トヨタ自動車工業社史編集委員会 [1958]



分析に際して、自動車生産台数（図表 3.4）や政治情勢のトレンド、及びデータの制約から、時代を 3 区分に分ける¹⁸。一つ目が終戦から 1947 年

¹⁷ このような計算が分析において妥当である理由は、当時の自動車価格が公定価格として固定されていたためである。なお価格統制については後述する。

¹⁸ この戦後復興期は GHQ による占領政策のスタンスが目まぐるしく変わったため、ごく短期のスパンで市場の地殻変動が発生する。そのためデータの連続性が必ずしも保証されない。よって時代を短く区切る必要がある。なお、年度の区切りの根拠については、生産台数のトレ

度（1945年8月15日から1948年3月31日）、二つ目が1948年度（1948年4月1日から1949年3月31日）、最後に1949年度以降（1949年4月から1951年3月31日）とする。

3.3 時代別考察 1：終戦から 1947 年度

3.3.1 時代背景

当時の時代背景は、戦争の影響がそのまま残り、日本は廃墟からの再興を余儀なくされていた。あらゆる国富は失われ、生活すら困難であった。そんな絶望的な状況の中でも、戦争から解放された喜びを人々はかみしめていた。しかしそんな状況で国がまともに動くはずもなく、GHQ による統制が敷かれ、そのうえで軍国化の元凶となった諸制度が排除された。当時は政治的にも経済的にも無秩序状態であった。

3.3.2 正常な営業循環の検証

3.3.2.1 仕入⇒生産プロセスの検討

まず、この時代の大問題の一つは資源難である。あらゆるものが日本には不足していた。当時の鋳工業生産指数は戦前の 1935 年比で 9%程度であり、1946 年に入っても 20%にも満たなかった¹⁹。トヨタの社史には「赤々と火を吹いていた最盛時 37 本の溶鋳炉は、次々に火を消し、ついに、八幡の 3 本のみが細々と操業を続けているに過ぎない」との記述がある²⁰。さらに極度のインフレ（図表 3.5 参照）、物価統制と相まって原

ンドと操業度のデータの欠損具合、ドッジ・ラインなどの象徴的な出来事などを総合的に判断し、上記の 3 つの時代区分を採用している。

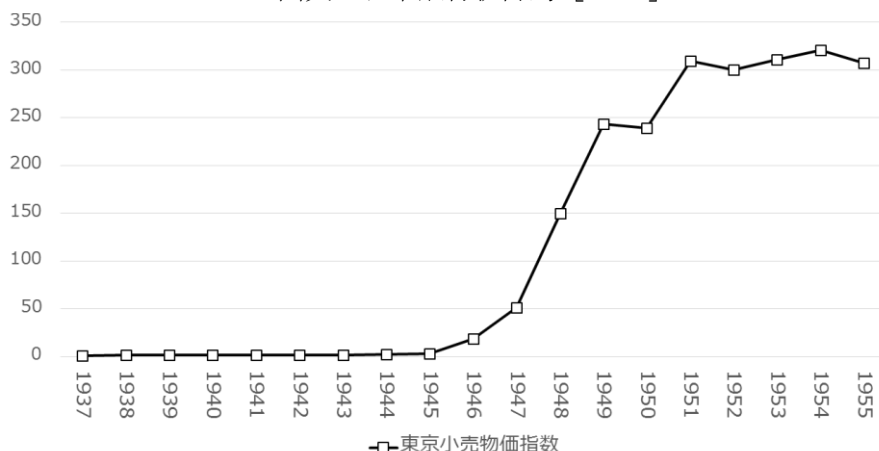
¹⁹ 石井寛治 [2007]、通商産業大臣官房調査統計部 [1961] より。

²⁰ トヨタ自動車工業社史編集委員会 [1958] より。

価の高騰を招いていた²¹。

図表 3.5 戦前基準東京小売物価指数

出典：日本銀行統計局 [1966]



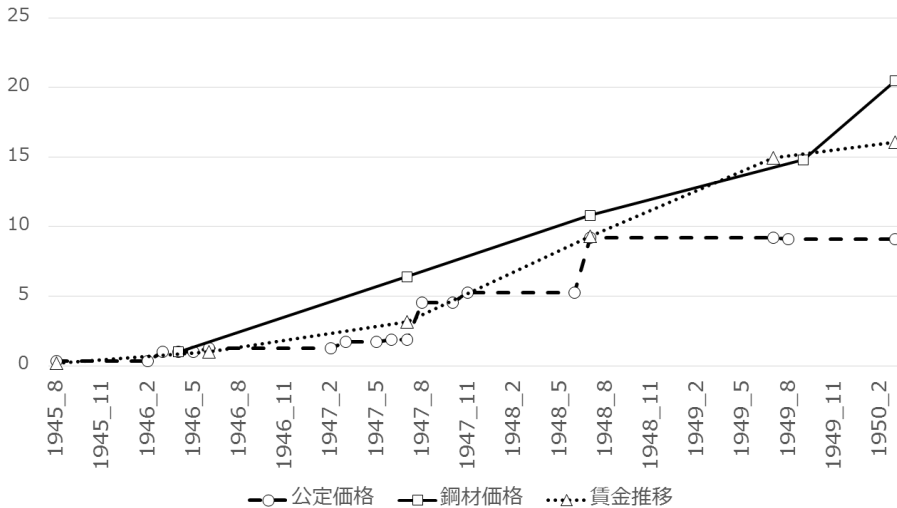
当時の自動車販売は配給制で行われた。同時に物価統制が敷かれており、自動車は国が定めた公定価格によってのみ販売されており、この改定には時間がかかった。そのため利益を圧迫していた。自動車製造における原価低減の手段には大量生産がある。しかし当時のトヨタは資源難で十分な数量の製造ができなかった。いずれも原価の高騰に拍車をかけていた。図表 3.6 は当時の価格改定のスピードと原価高騰のスピードを表した図である。それぞれの単位当たり金額を 1945 年周辺で基準化しているが、価格の改定が後手に回っていることが確認できる²²。

²¹ 終戦直後は戦中の軍事費膨大の反省から、緊縮財政が標榜されたが、現実的に実行不可能であり、特例国債や復興金融金庫の創設によってマネタリーベースは増加の一途をたどった。

²² この表の作成に際し、櫻井 [2005] の鋼材価格の平均値、人件費としてトヨタ自動車工業株式会社 [1978] の平均賃金の推移、自動車価格として日産自動車株式会社総務部調査室 [1965] に記載のある日産のトラックの価格を利用している。なお、トラック価格については日産とトヨタの間でほとんど差がなかったことが確認されている。

図表 3.6 自動車価格と原材料費、労務費の推移

出典：櫻井 [2005]、日産自動車株式会社総務部調査室 [1965]、
トヨタ自動車工業株式会社 [1978]



3.3.2.2 生産⇒販売プロセスの検討

国内のトヨタの資産への戦禍はそれほど大きなものではなかった。しかしトヨタ自動車工業は存続の危機にあった。財閥解体や過度経済力集中排除法の適用により、企業体そのものが消滅する瀬戸際まで事態が進行したが、何とかこの危機を回避した²³。さらに GHQ は自動車の製造販売を軍需産業として禁止する方針でいたが、トヨタの実質的な創業者である豊田喜一郎氏ら自動車産業界の努力によって、復興産業として認められ、販売が限定つきではあるが許可された。こうして企業自体と自動車の販売許可は守った。

当時の市場需要は大変旺盛であった。図表 3.7 は当時の日本に存在した

²³ 財閥解体などを回避するため、分離した会社の名前から豊田の文字を外すなどの試みを行ったが、東洋綿花の株式保有比率が高かったため、三井財閥系会社として制限会社に指定された。また賠償保全命令の指定を各工場が順次受けたが、陳情により指定解除を受けた。

自動車の数である²⁴。毎年 1 万台から 2 万台程度の増加が認められる。これは当時のトヨタと日産の年産が 3 千台程度あることを考えると、作れば売れる状態だと言えよう²⁵。しかし先述のとおり物価統制により自由な値付けは困難であった。また配給制は売り手市場を生み出す²⁶という点で、プラスに作用していた。

図表 3.7 復興期に日本に存在した自動車数

出典：永礼他 [1961] より。

年度	普通型トラック	小型トラック	トラックの増加数
戦前・戦中の最高	60,517 (1940年)	20,089 (1944年)	
1945	59,876	13,032	
1946	71,357	11,206	9,655
1947	98,323	10,472	26,232
1948	99,675	18,410	9,290
1949	114,807	23,571	20,293
1950	117,521	33,091	12,234

3.3.2.3 販売⇒回収プロセスの検討

この時代の取引は基本的に現金取引であり、販売⇒回収については特に問題が見られない²⁷。

²⁴ このころの自動車は生産財としてのトラックしか存在しない。まだ乗用車市場が生まれるほど国民所得が向上していないためだ。なおトヨタはこのころから乗用車の開発を行い、これを販売しているが、先述の理由により事業的には失敗した。

²⁵ 当時の自動車サプライヤーは、国内ではトヨタと日産が年 3000 台ずつ、いすゞが年 1000 台程度で、他に米軍の自動車払い下げとその他弱小メーカーによって自動車が市場に供給されていた。

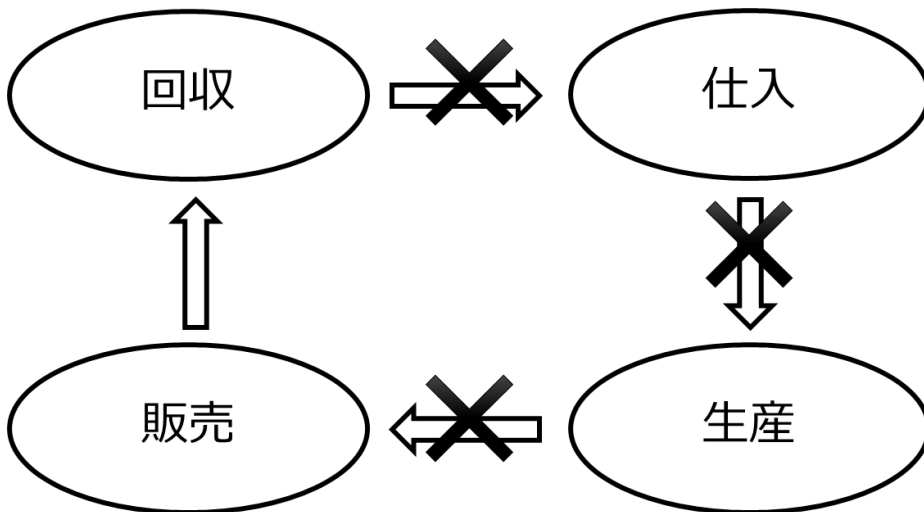
²⁶ 受注生産であり、かつ需要過多の状況にあったため、必然的に売り手側の力が強まる。

²⁷ 現代では自動車の購入法はローンが一般的だが、これは当時革新的な販売手法であった。なお、このころ既に GM がローン販売を開始している。

3.3.2.4 正常な営業循環まとめ

当時のトヨタは正常な営業循環から逸脱しているといえる。そのボトルネックは仕入れ⇒生産のプロセスと生産⇒販売のプロセスにある。図表 3.8 は正常な営業循環モデルによる整理である。

図表 3.8 終戦から 1947 年度のトヨタの正常な営業循環の状況



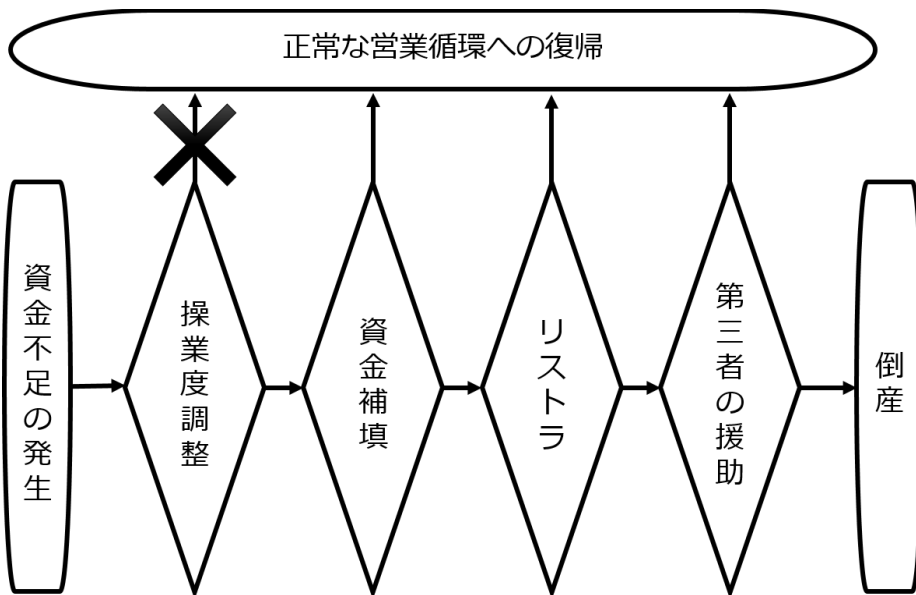
3.3.3 経営危機フロー

次に経営危機に陥ったトヨタがどのようにして正常な営業循環へ復帰していたのかを検討する。まず操業度の調整であるが、これはそもそも資源難の状況にあり、操業度を減らす局面でない。次に資金補填であるが、ここでトヨタは復興金融金庫²⁸からの借り入れにより、正常な営業循環へ復帰している。終戦による在外資産の喪失や戦時政府保証債の実質的な不

²⁸ 復興金融金庫は 1947 年に日本経済の復興資金を供給するために設立された機関である。復興金融金庫が発行する債券は日銀引き受けで発行されており、事実上の国債発行のような様相であった。のちのドッジ・ラインにおいて是正されるまで、際限なく日本経済に資金を供給した。傾斜生産方式などを支え、日本経済の立て直しに貢献したが、一方でインフレの元凶でもある。

払いで利益剰余金の残高はマイナスとなっていた²⁹。しかし復興金融金庫からの借り入れにより、何とか不足資金を埋め合わせていた。当時の自己資本比率を確認すると、5%程度とほとんど通常では存在しえないゾンビ企業の状態にあるといえる。図表 3.9 が当時のトヨタの経営期フローモデルによる整理である。

図表 3.9 終戦から 1947 年度のトヨタの経営危機フローモデル



3.4 時代別考察 2 : 1948 年度

3.4.1 時代背景

この時代の経済を一言で表すと「竹馬経済³⁰」である。復興金融金庫と

²⁹ 戦時政府保証債は、つまるところ戦中の国に対する売掛金であるが、敗戦後支払のあてがなくなったため、当該金額に 100%課税するという形で不払いとなった。

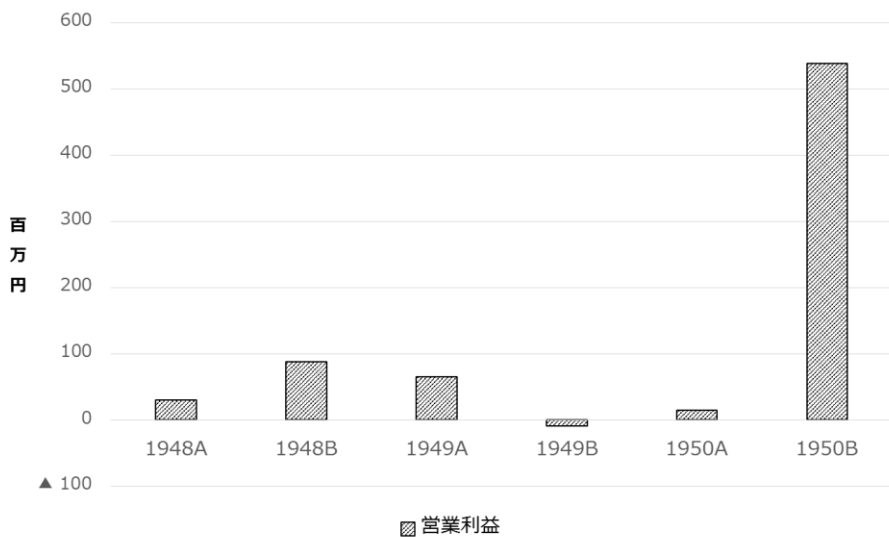
³⁰ 後のドッジ行使がドッジ・ラインを宣言した時に用いた表現である。

産業保護政策といった国内の補助金と、ガリオア・エロア基金やマーシャルプランといった海外からの援助を竹馬の足になぞらえた言葉である。実際当時の日本は、自立とはとても言えない、危うさを含んだ回復を見せていた。

3.4.2 正常な営業循環の検証

図表 3.10 戦後トヨタの営業利益の推移

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書



この時代の資金不足の状況を確認すると（図表 3.3）、赤字ではあるが借り入れでまかなえている程度の赤字幅である。生産台数は資材難が改善した結果、需要と供給がかみ合い、右肩上がりのトレンドを示している（図表 3.4）。結果として営業利益、純利益ともに増加傾向にある（図表 3.2、図表 3.10）。

3.4.2.1 仕入⇒生産プロセスの検討

まず、この時代は傾斜生産方式³¹の成功により、基幹産業の生産は回復した。しかし生産が軌道に乗ったのはあくまで基幹産業たる石炭や鉄鋼だけで、その他の物資、特にゴムが不足しており、自動車産業の原価高の一因となった³²。これについては代替材料の提案によって、なんとか賄っている状態だった。結果的に原材料価格は依然として上昇傾向にあり、利益を圧迫していた。

3.4.2.2 生産⇒販売プロセスの検討

先述のとおり、資材難がある程度解消した結果、操業度を上げることが可能となり、公定価格の下でも利益が出せるようになった³³。しかし損益分岐点を少し越えている程度であり、依然として不安定な状況であること

図表 3.11 戦後トヨタの操業度の状況

出典：中村青志 [2007]、物価庁 [1950]、
トヨタ自動車工業株式会社 [1978]

期間	操業度の平均	BEPを達成する操業度	差
1948年9月期	38.8%	38.0%	0.8%
1949年3月期	58.0%	57.0%	1.0%
1949年9月期	63.4%	61.0%	2.4%
1950年3月期	62.7%	65.0%	-2.3%

³¹ 傾斜生産方式は石炭や鉄鋼など経済の基幹となる産業に資金を集中させ、国力の回復を企図する政策である。これを資金面から支えたのが復興金融金庫である。復興金融金庫は石炭、鉄鋼系の企業へ重点的に融資を行った。なお基幹産業でないが規模の大きい企業にも融資を行っており、トヨタもその一つである。

³² 自動車産業はすそ野の広い総合産業であるため、基幹産業の回復が必ずしも産業の回復に直結しない。特に不足したのがタイヤなどに用いるゴム製品である。この時代の原価高騰について、物価庁 [1950] などからうかがい知ることができる。

³³ 価格が一定である以上、利益を出すためには原価を下げるほかない。大量生産ができれば、その分だけ単価が下がるのである。

は否めない³⁴。

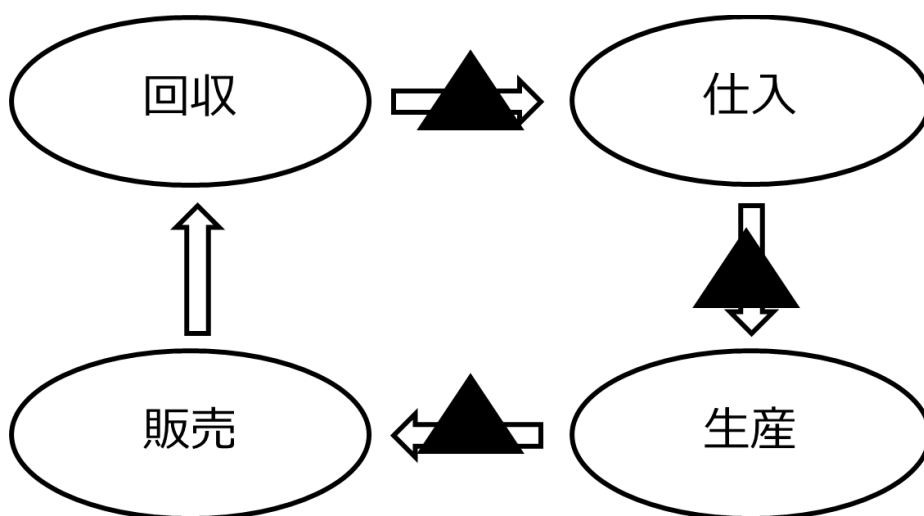
3.4.2.3 販売⇒回収プロセスの検討

終戦から 1947 年度と同様に、この時代もそれほど悪材料は見られない。

3.4.2.4 正常な営業循環まとめ

この時代でも正常な営業循環からの逸脱がみられる。しかしに終戦から 1947 年度に存在したボトルネックがある程度解消され、自立の可能性を見せつつあるといえる。図表 3.12 は 1948 年におけるトヨタの営業循環の状況を整理したものである。

図表 3.12 1948 年度のトヨタの正常な営業循環の状況

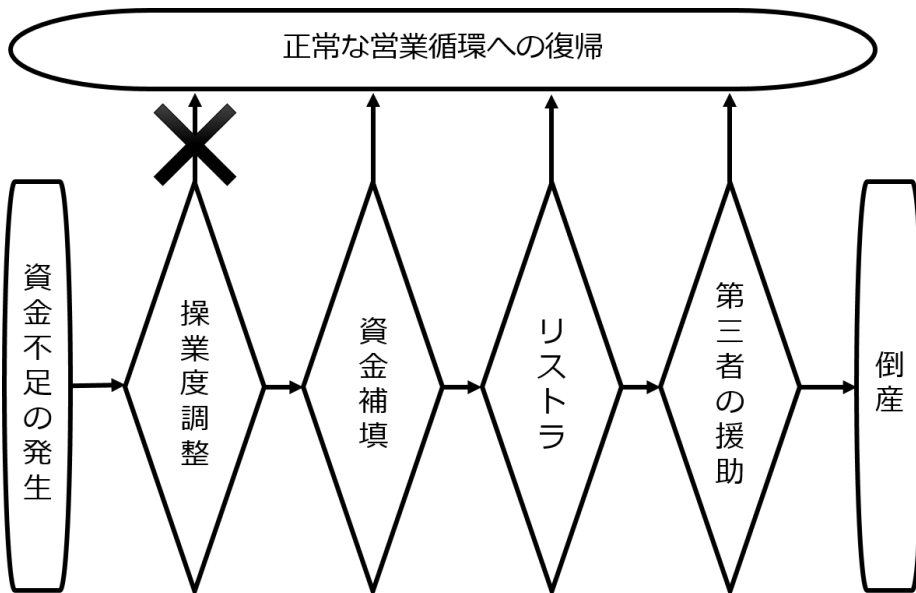


³⁴ 操業度については、中村青志 [2007]、物価庁 [1950] の生産能力とトヨタ自動車工業株式会社 [1978] に記載のある、トヨタの自動車生産台数から計算した。データに欠損のある月は、生産能力をその前後の月の平均として計算している。

3.4.3 経営危機フロー

経営危機への対応については、終戦から 1947 年度とほとんど変わらない。操業度は調整できるほどの余裕はなく、足りない資金を復興金融金庫から借り、しのいでいる状況である。図表 3.13 は 1948 年のトヨタの経営危機への対応を整理したものである。

図表 3.13 1948 年度のトヨタの経営危機フローモデル



3.5 時代別考察 3 : 1949 年度から朝鮮戦争

3.5.1 時代背景

この時代にはドッジ・ラインによるショック療法がおこなわれ、日本経済の状況が一変した。竹馬経済といわれながらも自立の道を歩むかに見えた日本経済に、「竹馬の足をあまり高くしすぎると、転んで首を折る」との考えから、来日したドッジ行使がショック療法を行った。ちょうど自動車に例えればエンジンがかかり、スピードに乗ってきたところで、ブレーキ

を踏み込んだ形である。突然のマネタリーベースの縮小に、日本経済が一気に冷え込み、安定恐慌と呼ばれた。二万社ともいわれるほど、多くの企業が倒産すると同時に、首切りが横行し町には失業者があふれた。不況の影はトヨタにも忍び寄り、トヨタを窮地に立たせることになる。

1949 年 4 月に発表されたドッジ声明は日本市場を縮小させ、自主的な企業の合理化を促進し、輸出増大を図ることが目的とされた。竹馬経済だった日本経済を本当の意味で自立させるためのショック療法である。基本方針としては、一つ目に財政の均衡化、二つ目に復興金融金庫債の発行停止、及び同金庫からの新規融資の停止、三つ目に補助金の削減ないし廃止とされた。

3.6 正常な営業循環の検証

このころのトヨタの資金状況を見ると、営業収支の赤字が拡大の一途をたどっており、営業利益、純利益ともに赤字になっている（図表 3.2、図表 3.3、図表 3.10 参照）。

3.6.1.1 仕入⇒生産プロセスの検討

インフレを鎮静化させるためのドッジ・ラインだったが、実体経済への効果が出るにはある程度のタイムラグが生じた。結果として原材料及び賃金は価格の改定スピードを大きく上回り（図表 3.6）、このころには原価割れを生じさせた。図表 3.14 は当時の自動車原価と販売価格であり、原価割れの状況にあることが確認できる。

図表 3.14 ドッジ・ライン頃のトヨタの原価状況

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書

		1948年9月	1949年11月	1950年3月
普通型トラック	販売価格	350,000	342,200	342,200
	原価	269,236	345,530	351,036
	差額	80,764	▲ 3,330	▲ 8,836

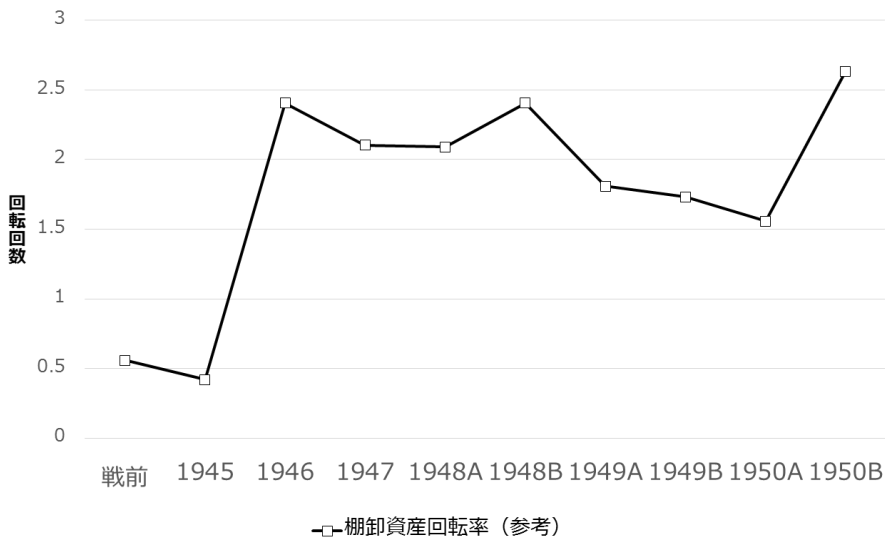
3.6.1.2 生産⇒販売プロセスの検討

ドッジ・ラインはトヨタの主要顧客である中小企業の資金繰りを直撃した。復興金融金庫からの融資を失った多くの企業は、民間銀行への依存を強めたが、その資金需要があまりに大きく、多くの民間銀行は貸出資金不足に陥った。その結果、経済の末端である中小企業まで資金が行きわたらなくなり、中小企業の資金繰り悪化を招いた。実際自動車の配給申請は1948年第四四半期には一万台以上あったものの、半年後の1949年第二四半期には5千台を下回るまでになった³⁵。

原価の高騰で損益分岐点を達成するための操業度も増大した（図表3.11）。固定費率、変動費率に大きな変化はないものの³⁶、比率はそのままに価格が上がった結果、必要操業度を押し上げた。しかし、先述のとおり市場環境は悪化しており、大量生産しなくては利益が出ないが、生産して

図表 3.15 戦後トヨタの棚卸資産回転率推移

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書



³⁵ トヨタ自動車工業株式会社 [1978] より。

³⁶ 変動費率は60%、固定費率は40%程度で推移している。なお、固定費および変動費の計算について、固定費を人件費、減価償却費等の設備費、支払利息として計算している。

も売れる当てがないというジレンマを引き起こしている。結局トヨタは生産を極力続けることを選択し、在庫の増加（図表 3.15 参照）と後述する割賦販売化を招き、経営危機に陥ることになる。戦中からの売り手市場に慣れたトヨタは、作れば売れるというマインドセットを変えられなかったとも解釈できる。

さらに自由競争の促進のため、自動車の販売自由化が 10 月に行われることになった。これまで配給制による売り手市場だった自動車市場は、突如として買い手市場に姿を変え、自動車は買いたたかれた³⁷。一方で公定価格はこの時点で存続しており、利益の圧迫要因になっている。自動車市場の真の自由化は朝鮮戦争の到来を待つこととなる。

3.6.1.3 販売⇒回収プロセスの検討

売り手と買い手のパワーバランスの変化は、メーカーにとって不利な販売形態の変化を招いた。当時の自動車販売は、メーカーが作った自動車を販売店に直接卸す形で行われていた。市場環境は悪化の一途をたどるのに、販売店にはいまだ多くの自動車を送られていた³⁸。何とかして売り切らねばならない販売店は、割賦販売を行った。しかしノウハウがなく、さらに金融の裏付けのない割賦販売は、必然的な代金回収の遅延と焦げ付きを発生させ、トヨタの資金繰りを悪化させた³⁹。即金で買うほど余裕はないが、自動車は必要としていた中小企業から、割賦販売は歓迎されたが、販売条件の悪化、特に割賦期間の遅延を発生させ、ますますメーカーの資金繰り

³⁷ 買いたたきの対象としては割賦販売の条件があった。

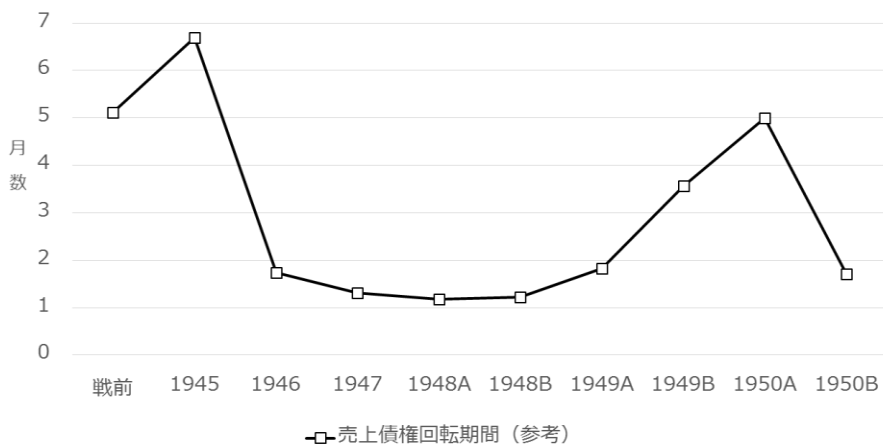
³⁸ 先述のとおりトヨタは規模の経済を働かせるために、最大限の増産を行っており、その在庫がそのまま各地の販売店に流れている。

³⁹ 本来の正しい月賦販売制度は金融会社の介在が必要である。販売は手形によって行われるが、これを銀行で割り引く、ないし担保にして借入を行うなどして、早急に現金化する必要がある。さらに債権の管理も重要である。しかし当時のトヨタは明らかに財務体質が悪化しており、日々の資金繰りにも困っていた。そのため銀行の協力が得られず、まして自社で金融会社を作ることは不可能であった。

を悪化させた⁴⁰。この時すでに信用がなくなっていたトヨタは金融による割引や融資を受けられず、事態に好転の余地はなくなった。当時の売掛債権回転期間（図表 3.16）を見ると、この時代に急速な悪化を見せている。

図表 3.16 戦後トヨタの売掛債権回転期間の推移

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書

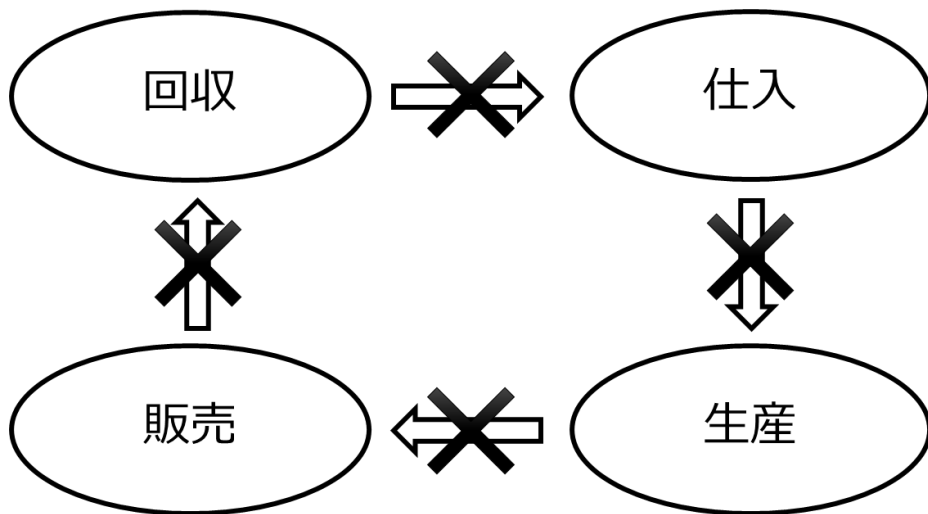


⁴⁰ トヨタ自動車工業株式会社 [1978] によると、1949 年の 11 月には大型車の販売のうち 85%、12 月には 87% が月賦販売となっており、割賦期間も 11 月の平均が 4.4 カ月、12 月の平均では 6.1 カ月と急激な販売条件の悪化が見られたとある。

3.6.1.4 正常な営業循環まとめ

この時のトヨタは正常な営業循環からは明らかに逸脱している。そのボトルネックは仕入⇒生産、生産⇒販売、販売⇒回収すべてのプロセスで発生しており、トヨタの資金循環は完全にストップしていた。当時のトヨタの正常な営業循環を整理した図が図表 3.17 である。

図表 3.17 ドッジ・ライン後のトヨタの正常な営業循環の状況



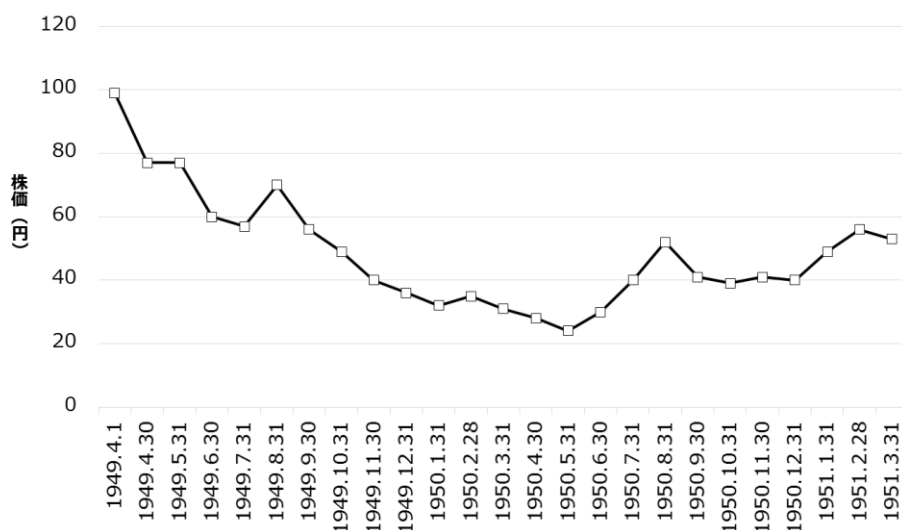
3.6.2 経営危機フロー

まず、操業度の調整だがトヨタは失敗している。その原因は上昇の一途をたどる原価が必要操業度を押し上げたためだ。

次の資金補填もトヨタは失敗した。既に切り崩すための留保は存在せず（図表 3.1）、増資も 1949 年 4 月の証券市場の再開後に二回行ったが、トヨタの危機が深刻化するにつれ、株価が下がり、10 月頃には額面割れ⁴¹したことで、事実上増資による補てんの可能性は断たれた⁴²。

図表 3.18 トヨタの株価（名古屋証券取引所）

出典：日経新聞



復興金融金庫へ依存していたトヨタは代わりの融資先を探すこととなったが、根本的な解決には至らず、1949 年 10 月には年末に 1.8 億円の資金ショートが予想された。そこでメインバンクである三井銀行、東海銀行、住友銀行の 3 行を中心とした、協調融資が計画された。しかし住友銀行が

⁴¹ 当時の株式には額面が存在し、50 円が一般的な額面金額だった。また、額面割れでの発行は禁じられていた。神田 [2015] に額面株式について記載がある。

⁴² なお当時の資本市場はほとんど機能しておらず、主な株式の買い手は他の企業であった。これが後の株式持ち合いの起源となる。トヨタの株は、もはや企業すら買わない状況になっており、倒産のうわさが絶えなかった。当時の状況について青木 [1996] が詳しい。

これを拒否したため、計画自体がとん挫してしまった⁴³。

図表 3.19 ドッジ・ライン後の復興金融金庫への依存

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書

借入種別	総額(千円)	内、復興金融金庫
長期借入金	185,292	40%
短期借入金	931,930	30%

ことここに及んでもトヨタは人員整理を行わなかった。とはいえ賃金は6月頃から遅配が続き、労働組合も協調路線を守ってきてはいたが、変化の兆しがあった。10月には日産といすゞが全体の2割強の人員整理を断行し、激しい争議を経て危機を乗り越えていた⁴⁴。しかしトヨタは人員整理をしないことを約し、労働組合との間に協約を結んでいた。

そこにトヨタの中京経済圏への影響力を重く受け止めた日銀が救済に乗り出し、住友銀行抜きでの24行協調融資が行われた⁴⁵。

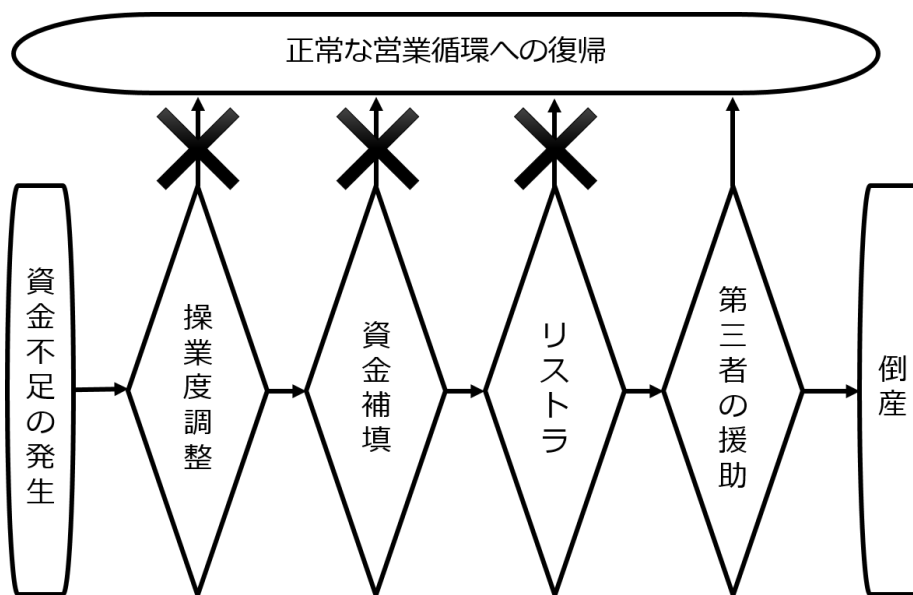
⁴³ この時の文句が「機屋には貸せても、鍛冶屋には貸せない」である。のちに三井銀行と住友銀行が合併するまで、住友銀行との取引は一切なくなった。

⁴⁴ これまで見てきたトヨタの経営悪化は、ほとんど自動車業界全体の問題であり、日産・いすゞもトヨタとさほど変わらない状況に陥っていた。しかしトヨタとそれ以外とで決定的に異なるのが従業員に対する行動である。

⁴⁵ トヨタの倒産で約3000社の連鎖倒産が予想された。当時ドッジ・ライン不況により全国で二万社の倒産が発生したといわれる。

以上をまとめると経営危機フローは図表 3.20 のようになる。トヨタは日銀という第三者の援助によって経営危機を脱したと言える。

図表 3.20 ドッジ・ライン後のトヨタの経営危機フローモデル



3.6.3 経営再建と特需による回復

銀行団の融資の条件は販売会社の独立と販売の見込みに基づく生産、及び過剰な生産力の削減であった⁴⁶。販売会社の独立については、既にトヨタ内部でも腹案としてあったようで、スムーズに設立にこぎつけた⁴⁷。し

⁴⁶ 販売会社の設立は滞留在庫を移すための受け皿として販売会社を独立させるという目的も帯びていた。今後日銀の保証を得て、金融が介在した正しい割賦販売のシステムが機能するようになる。

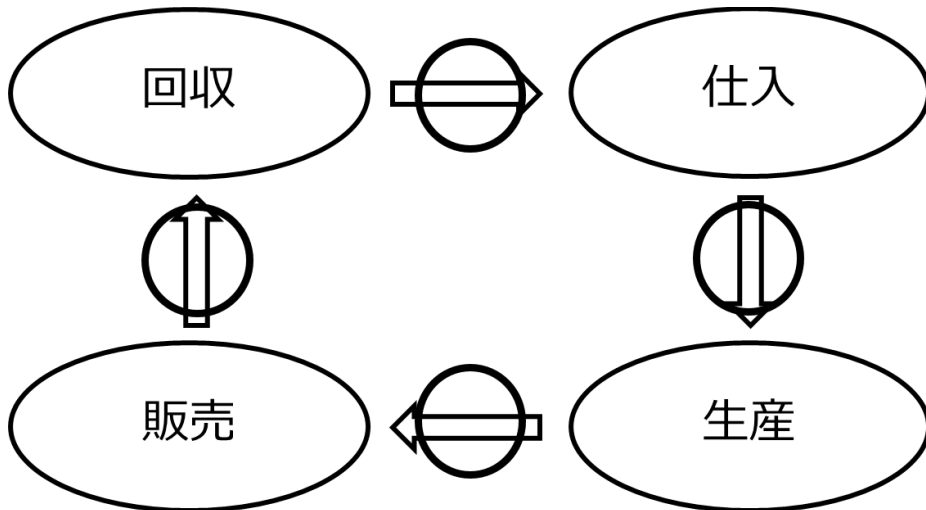
⁴⁷ トヨタ自動車販売株式会社社史編集委員会〔1970〕より。実はこの前後に自動車業界全体で、金融会社を作る動きがあったが、この一件で立ち消えとなった。またトヨタ自動車販売の制度上の設立はスムーズに行われたが、1950年の4月頃から始まる労働争議等の影響などもあり、しばらくは機能していなかった。

かし過剰生産力の削減についてトヨタはかたくなに拒んでいた。とはいえ賃金の支払いは滞ったままで、さらには融資の打ち切りもささやかれ始めたため、ついに 1950 年 3 月、人員整理を宣言し、労働組合はストライキを敢行した。その結果生産がストップし再び危機に陥った。その後 6 月になって豊田喜一郎氏の辞任とともにストライキは終結し、2 割程度の人員を削減した。

その直後の 6 月 25 日に朝鮮戦争が勃発し、自動車産業に特需景気がやってきた。皮肉にも戦争によってトヨタ、そして自動車業界が息を吹き返した。特需の際には喜一郎の後任である、石田退三が社長を務めたが、彼の「自分の城は自分で守れ」という精神の下、人員は増やさず効率化のみで特需のフル稼働を乗り切り、余った資金のほとんどを投資に回した。このような精神がトヨタ飛躍の下地となっている。

正常な営業循環を考えると、ちょうどボトルネックが解消したといえる。仕入⇒生産については原価高騰もいったん落ち着き、設備の更新及び作業の効率化で原価の低減に成功した。生産⇒販売については特需によって販売は好調となり、さらに公定価格が廃止され、適正な利益を乗せた価格での販売が可能になった。販売⇒回収については金融が介在し、資金の円滑化に寄与した。経営再建で割賦販売システムが構築されたためである。図表 3.21 は再建後のトヨタの状況を正常な営業循環モデルで整理したものである。

図表 3.21 トヨタの再建後の営業循環の状況



3.6.4 トヨタと日産を分かつ事情

当時のトヨタの状況は先に説明したとおりである。一方で日産といすゞもまた同様に危機にさらされていたが、トヨタと日産・いすゞには大きな違いがあった。それは従業員の扱いである。トヨタは従業員の整理を 1950 年の 6 月まで渋った結果として、日銀の介入という第三者からの援助で事なきを得た。一方の日産・いすゞの二社は 1949 年 10 月の時点で既に、従業員の 2 割強の人員整理を行っている。これは何もトヨタの財務基盤が他の二社に比べ、強かったことを意味するのではない。先の分析でわかったように、トヨタもまた 1949 年の末には危機的な状況にあったにもかかわらず、人員整理という手段をあえてとっていないように見えるのである。トヨタはしばしば家族的経営であるといわれる。トヨタがこのように言われる原因は戦後経営危機での対応があるのではないか。しかし現実には解雇せざるを得ない状況に陥ってしまった。では、この経験からトヨタはどのような教訓を得たのだろうか

3.7 トヨタが得た教訓

我々の分析によれば、トヨタは柔軟に操業度の調整を行うべきことと、内部留保を厚くするべきという教訓を得たといえる。つまり一つはトヨタ生産・販売方式を構築することである。もう一つは、銀行は信用できないものであるから、内部留保でもって経営を行うべきであり、自分で稼いだ資金でもって投資を行うという精神を指す。そもそも戦後経営危機の大元の原因は戦争であり、これは企業にとって完全なる外生変数である。このような完全なる外的ショックから身を守るため、そして従業員を守るためにどうすべきか、という問いにトヨタは直面したのではないか。そのためには経営危機フローモデルのリストラ以前で危機を食い止めればよい、つまりトヨタはショックを受けても耐えられる体質を獲得すればよいという答えを得たのだ。結果論ではあるが、戦後混乱期に銀行との結びつきを強めることで危機を回避した日産は、その後も銀行に頼り続けた結果、没落の道をたどることになる。

3.8 トヨタ生産・販売方式の成立過程

トヨタ生産・販売方式の背景には、日本独特の系列取引がある。この取引形態は中間組織形態と呼ばれる。組織の在り方は企業の強みとなりうるが、そして時代の中で弱みにもなりうるということは、1章・2章とで見てきたとおりである。ここでは企業組織の在り方を整理するとともに、トヨタ生産・販売方式について考察する。

3.8.1 日本経済の特質：中間組織の存在⁴⁸

一般に企業組織の形は、垂直組織と水平組織の2類型がある。垂直組織は製品を供給するためのバリューチェーンを内包した組織形態であり、バ

⁴⁸ この項は今井他 [1982]、及びサローナー他 [2002] によった。

リユーチェーンの途上における中間マージンを抑えることができる。川上から川下まで統合した結果、範囲の経済が生じるとともに、全体最適を取りやすくなり最終製品の完成度を高めることができる。価格決定は内部市場によって行われる⁴⁹。適合的な市場環境は、長期安定的な市場である。

一方の水平組織はバリューチェーンのある一部に特化した組織形態であり、専門性を高めることで、高付加価値の商品を提供できるようになる。ある特定のものを専業でかつ大量で作るため、規模の経済が生じる。価格決定は外部市場によって行われる。適合的な市場環境は、短期変動的な市場である。垂直組織と異なり、市場原理に基づいて取引先を決定するため、比較的容易に市場の短期変動を乗り越えられる。

これら2つの類型は一長一短である。市場環境は常に変化し、その流れによっては強みにも弱みにもなりうる。M&A や分社化といった行動は、企業の境界の再定義であり、環境変化に対する、企業組織の適応行動といえるものである。

ここで、垂直・水平組織の中間に位置づけられる形態が、中間組織形態である。中間組織は緩やかな企業の結合と定義できる⁵⁰。内部市場か外部市場という二択ではなく、そのメリットの両取りを目指すものである。日本企業で見られる形態であり、系列や企業集団がこれに当たる。なおデメリットとして挙げられるのは、組織のコーディネートコストである。緩やかな結合であるがゆえに、垂直組織のようにトップダウンの強権的支配はできない。一方で水平組織のように自由に関係を清算できるわけでもない。よって企業組織を動かすには、すり合わせが必要であり、これがコストを生んでしまう。

⁴⁹ この内部市場と、後述する外部市場の二つの概念は、取引が行われる場所が異なっている。つまり資源の最適配分メカニズムである市場が、企業内部で働くのか、企業外部で働くのかの違いである。

⁵⁰ 中間組織形態は通常、垂直的で緩やかな企業の結合である。水平的な中間組織形態は、つまりカルテルである。しかしこれは独占禁止法がカルテルを禁じているように、経済厚生を低くする。よって経済的に合理的であり、かつ存在を許容される中間組織形態は、垂直的なものに限られる。中間組織形態はどちらかといえば垂直的な組織に近い。

3.8.2 トヨタ生産方式の成立過程

戦後の経営危機を経てトヨタが持つようになった、自ら稼いだ資金でもって投資を賄うという考え方は、ムダの削減という形で表れており、トヨタ生産方式につながるものである。トヨタ生産方式はジャスト・イン・タイムと自動化の概念にカンバンというツールを与えることで生まれた、トヨタ発祥の生産管理技法である。ジャスト・イン・タイムは必要なものを、必要な生産ラインに、必要な分だけ分配することで、在庫の無駄をなくすことである。そして自動化は生産や設備の異常を判断する装置をビルトインすることである。こうすることで仕損の発生を極力抑え、機械の多台持ちが可能になる。そしてカンバンは後工程引き取りを行うためのツールである。

この推進には労使の協調が不可欠であった。危機に直面したトヨタは何とか経営を立て直そうと、機械の多台持ちなどを断行し、生産の無駄を省こうとしてきた⁵¹。しかしこれは職人の否定につながる考え方であり、工場に浸透させるのには時間がかかったといわれる⁵²。また同様にカンバン方式も、仕事の方法が根底から変わる上に、系列の部品会社にも同じようにカンバンを使ってもらわないと成立しない。いずれも、従業員や関連会社のトヨタへの忠誠心あつてのことだろう。朝鮮特需が発生したとき、人員は増やさずに効率化でもって生産増を乗り切った一方、日産は人員を増やしている。これはまさにトヨタ生産方式の考える能率向上であり、無駄の削減の典型的な例といえるだろう⁵³。

⁵¹ 今では工場内の分業は当然のことだが、当時の製造業には職人氣質な部分が残っており、自分の道具は自分で手入れをして、自分で使うという文化が根強かった。旋盤を研ぐ係と使う係に分けることができれば、作業が効率化されるのは明らかである。

⁵² 大野〔1978〕より。工場に浸透させるのも時間がかかったようだが、さらに系列の企業にも浸透させねばならない。系列の企業群に資本関係はないため、必ずしもトップの強権でコントロールできない。

⁵³ 大野〔1978〕によると、仮に一日 100 個の部品を 10 人で生産するラインがあったとして、そこで同じ 10 人が一日に 120 個の部品を作れるようになることは、原価低減に結びつかない見かけの能率向上とし

3.8.3 トヨタ販売方式の成立過程

トヨタの販売方式はジャスト・イン・タイム方式と深くかかわっている。実際このシステムが完成するのは 1960 年代になるが、戦後経営危機で販売部を独立させたことが、のちに日産との命運を分けたという意味で、この章で販売方式にも言及する。そもそもジャスト・イン・タイムを標榜するトヨタ生産・販売方式が革新的だったのは、流通の考え方を製造業に移植した点である。スーパーの品が絶えず追加される様子を製造業のラインに落とし込んだのである⁵⁴。

戦中および戦後の販売方式は配給制によって行われた。そのため、自動車製造企業はすべて配給会社に自動車を販売し、その配給会社が各地のディーラーに自動車を売り渡す仕組みをとっていた。しかし、1949 年の販売自由化によって配給会社は解散された。そのディーラーたちは各自の判断で各自動車会社の系列に入った。この際販売を重視していた⁵⁵トヨタは各地のディーラーに働きかけ、戦前は日産系のディーラーだった経営者もトヨタ側に多くがついた。この点でトヨタはスタートダッシュを決めている。

戦後の危機を経てトヨタはトヨタ自動車販売を独立させた。これは在庫の受け入れ先を作ることと、生産を調整する目的で計画された。ディーラーとメーカーが直結しており、明らかにメーカーに交渉力のある日産と比べ、生産の調整が容易で市場の声がメーカーに届きやすい。このようなメーカーの圧倒的優位が崩れつつある状況にジャスト・イン・タイムが浸透した結果、トヨタ販売方式が生まれる。

図表 3.22 がトヨタの販売組織の変遷である。注目すべきは情報の流れ

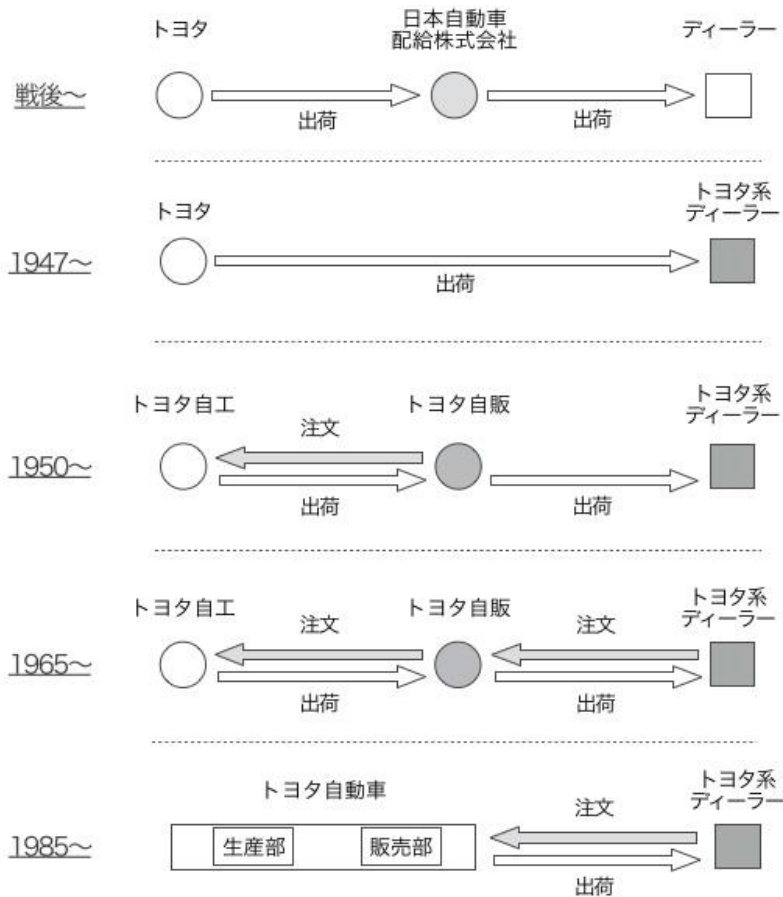
ている。真に必要とされるのは、必要な 100 個の部品を 9 人ないし 8 人で生産できるようになる能率向上である。

⁵⁴ 大野 [1978] より。著者はトヨタ生産方式の指導者的な存在であり、その発想の契機がスーパーの在庫管理だったと述べている。

⁵⁵ この精神はのちにトヨタ自動車販売の社長となる神谷正太郎の影響が大きい。彼の言葉に「一にユーザー、二にディーラー、三にメーカー」（トヨタ自動車工業株式会社 [1978]）というものがあるが、当時の「作れば売れる」という市場環境において革新的な考え方であった。

である。トヨタはジャスト・イン・タイムの考えから、各地のディーラーで注文を受け、それをトヨタ自動車販売が集積してメーカーに伝えている。結果として情報が現場からメーカーへ上っていく仕組みだ。一方の日産は逆であり、メーカーからディーラーを経てユーザーに流れる仕組みである。これが「営業のトヨタ、技術の日産」と言われた所以だろう。1970年代に入るところには国民所得の上昇に伴い、安ければ売れるという時代ではなくなった。人々がある程度の余裕を持ったことで、付加価値を求めるようになった。そういった時代にトヨタがよく適応できたのは、このような販売組織によるのである。日産の販売組織は作れば売れる、技術がいい、つまりよいものなら買われるだろうという、時代錯誤的な販売といっても過言ではないだろう。

図表 3.22 トヨタ販売方式の変遷



3.9 まとめ：トヨタの財務戦略のルーツ

トヨタの財務戦略、つまり内部留保による資金調達のルーツは戦後の経営危機にある。この危機でトヨタは戦争という外生変数による経営危機を経験し、危機に耐えうる企業体質の必要性を痛感した。さらに生産・販売組織についても、この危機からの再建が節目となり、後の発展の下地を作った。

第4章

トヨタの財務戦略の遂行

—可能性の観点からの分析—

4.1 問題提起

ここまでの分析によって、トヨタの強みが内部留保であること、そしてそのルーツは戦後の経営危機にあることがわかった。次に分析するのは、なぜトヨタが内部留保をためることができたのかという問題である。企業経営において資金調達の源泉は3種類あるとされる。他人資本、自己資本、内部留保の3つである。そしてその利用の自由度は内部留保、自己資本、他人資本の順に高くなる。しかし現実には資金調達の多くを内部留保から行っている企業は少ない。日本のほとんどの企業はメインバンク制による借入を資金源としており、また新興企業を中心として自己資本中心の経営も見られるが、内部留保による経営をしている企業はトヨタをはじめ任天堂などごく一部の企業に限られる。実際、トヨタが内部留保中心の経営を達成した一方で、日産は借入主体の経営を続け、経営破たんしている。なぜトヨタにのみ内部留保経営が達成できたのか。それがこの章の問題である。

4.2 分析の方法と用語の定義

分析の対象とする時期は、トヨタについては25期（1952年5月期）から79期（1983年6月期）とし、日産については30期（1952年3月期）

から 84 期（1983 年 3 月期）とする⁵⁶。

ここに、内部留保とは野村〔1990〕より「損益計算制度に基づく集積」とする。すなわち今回の分析においては、一般的な内部留保の定義である、

$$\text{内部留保} = \text{税引き後利益} - \text{配当額}$$

よりも広い定義を利用する。その理由は自動車製造業では、生産設備の投資額が大きく、また投資は企業の戦略の鍵となる。そのため投資に起因する減価償却費のような非支出項目、損益計算制度によって企業内に留保されることが保証された項目をも内部留保に含めることとする。よって今回分析に利用する内部留保の式は以下のとおりである⁵⁷。

$$\begin{aligned} \text{内部留保フロー} = & (\text{当期純利益} - \text{配当金等の社外流出額}) \\ & + \text{減価償却費} + \text{退職給与引当金繰入額} + \text{貸倒引当金繰入額} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{内部留保ストック} = & \text{利益準備金} + \text{剰余金（または「その他の剰余金」）} \\ & + \text{減価償却累計額} + \text{退職給与引当金} + \text{貸倒引当金} \end{aligned}$$

⁵⁶ 両社の決算期はしばしば変更され、互いにずれが生じている。比較のために、最も近い年度同士を比較対象としており、最大数カ月のずれがある。

⁵⁷ 内部留保として退職給与引当金及び退職給与引当金繰入額を含めるといって、現代の感覚からは違和感があるが、これは現代の退職給付引当金及び退職給付費用とは全く異なる概念であるため容認される。桜井〔2015〕によれば退職給付費用は勤務費用+利息費用－期待運用収益±遅延認識項目の費用処理額と定義される。言い換えると、今期に増加した退職給付債務に対する、拠出不足額を表している。一方退職給与引当金は、決算日における従業員が仮に決算日に全員退職した場合に支払われる退職金の総額である。そして退職給与引当金繰入額はその変分である。そのため、退職給与引当金及び退職給与引当金繰入額は、実際には費用として拠出されない費支出費用であり、制度的留保として数えられる。

スクラップ・アンド・ビルド＝内部留保フロー÷内部留保ストック増
加額

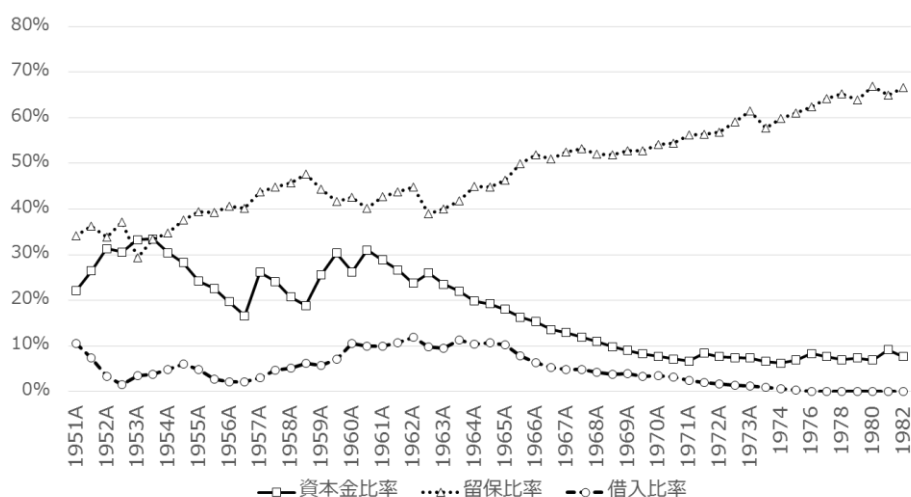
スクラップ・アンド・ビルドはフローとストックの交差指標である。通常ストックはフローの集積となるが、内部留保の場合、減価償却累計額の取り崩しが損益計算に現れないため、必ずしもストックの増分とフローとが一致しない。その不一致額は資産の売却や除却によって発生する。そのため、不一致額は資産の売却や除却の度合い、つまりはスクラップ・アンド・ビルドの様子を表している。

次に内部留保経営を定義する。内部留保経営とは「長期の有利子負債がゼロの状態」つまり借入金や社債がゼロの状態と定義する。

実際に当時の資金調達源泉を見てみると、トヨタは内部留保経営を 1976 年度に達成している。なお資金調達の比率を分析するにあたり、固定負債、資本金+資本剰余金、内部留保ストックを総資産+減価償却累計額で割っている。

図表 4.1 トヨタの資金調達源泉の比率

出典：トヨタ自動車工業 有価証券報告書



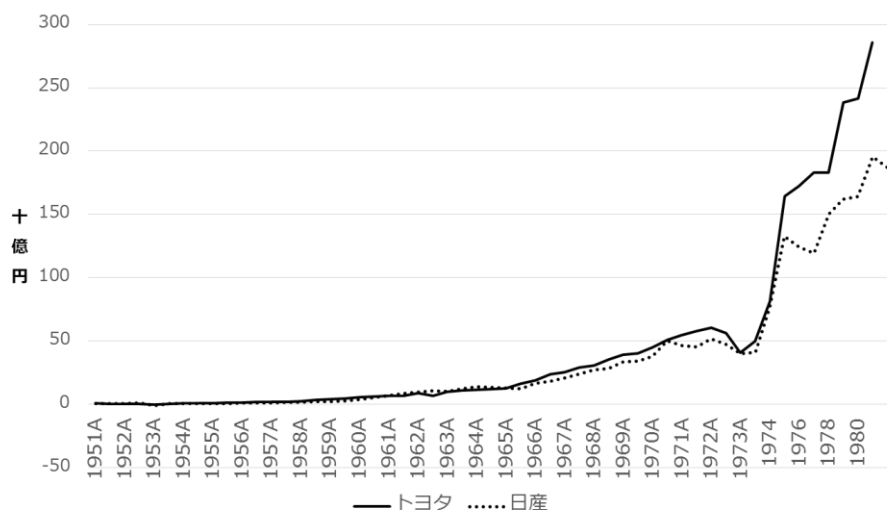
図表 4.1 を見ると視覚的にもわかるように、内部留保も借り入れも同じ資金調達源泉であり、これらは代替可能である。よって内部留保経営をなぜ達成できたのかという問いを、なぜ内部留保をためることができたのかという問いと、なぜ借り入れを減らすことができたのかという二つの問いに分け、それぞれ考察していく。

4.3 内部留保経営の達成：内部留保増加の観点

まず内部留保フローと内部留保ストックの額を比較する。すると内部留保フロー（図表 4.2）については 1965 年度ごろまでは大きな差が見られないが、その後はじりじりとトヨタが日産を追い抜き、オイルショックを経て差が広がっている。内部留保ストック（図表 4.3）は、内部留保フローの動きを受けて、1965 年頃からトヨタが一貫して差を広げている。

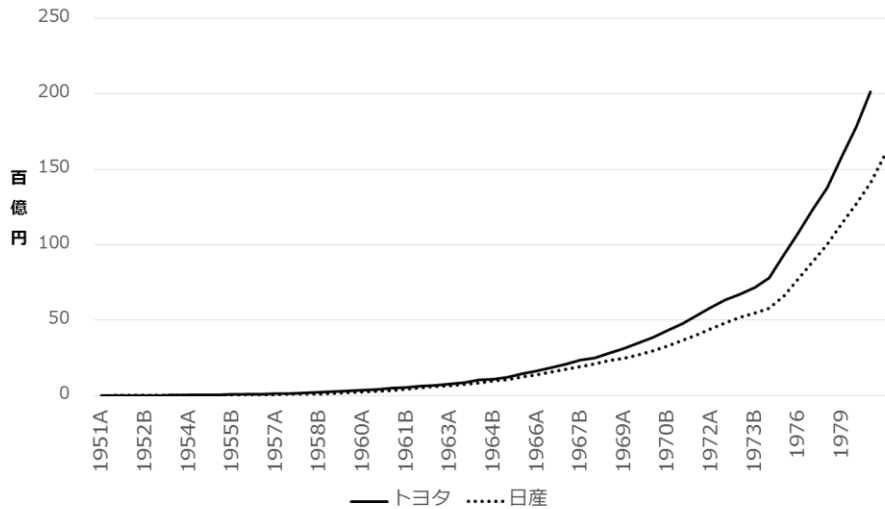
図表 4.2 トヨタと日産の内部留保フローの推移

出典：トヨタ・日産 有価証券報告書



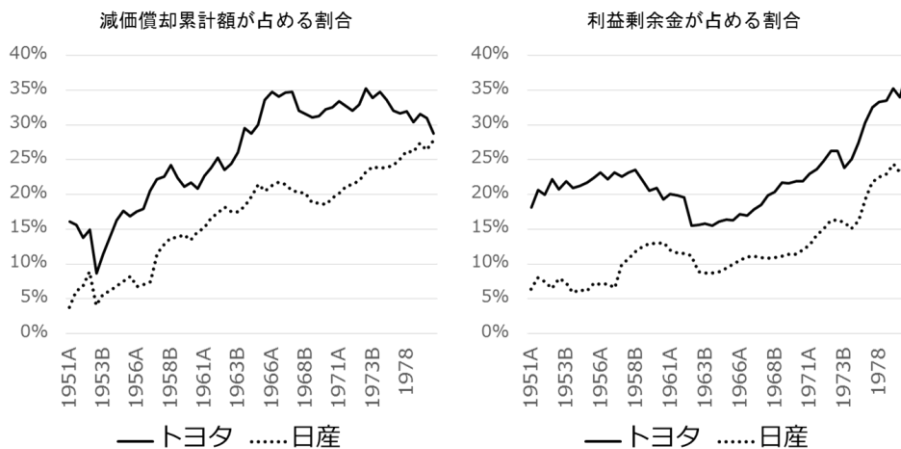
図表 4.3 トヨタと日産の内部留保ストックの推移

出典：トヨタ・日産 有価証券報告書



図表 4.4 トヨタと日産の内部留保内訳

出典：トヨタ・日産 有価証券報告書

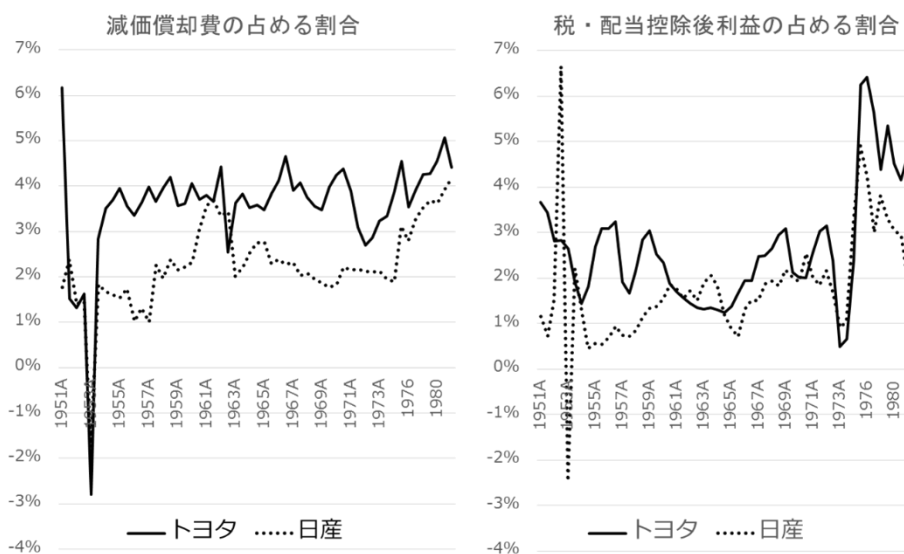


では、トヨタの内部留保ストックを要素別に分解して、差が生じた原因を考える。すると大きな差が見られた項目は、減価償却累計額と利益剰余

金であった（図表 4.4 参照）。次にトヨタの減価償却累計額と利益剰余金
が日産のそれらよりも大きくなった原因を探る。これらのストック項目と
対応するフロー項目とは、減価償却累計額における減価償却費、利益剰余
金における税・配当等控除後利益である。そして減価償却費と税・配当等
控除後利益（図表 4.5）それぞれについて、トヨタが安定して日産を上回
っている。

図表 4.5 トヨタ・日産の内部留保フローの構成要素

出典：トヨタ・日産 有価証券報告書



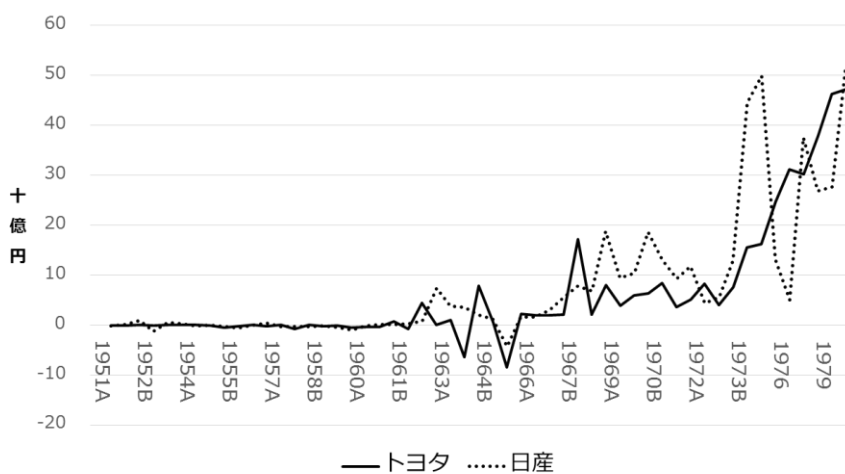
4.3.1 安定的な投資戦略の効果

減価償却費に差が生まれた原因は、トヨタが強気かつ安定的な投資を
行っていたためだと考えられる。スクラップ・アンド・ビルド（図表 4.6）
を確認すると、トヨタの投資は大変安定している。一方日産の投資は時期
によってばらつきがある。その理由は資金源泉の違いによって説明される。
日産の資金源泉は借入入れが主であり、否応なく銀行の意見に左右される。
銀行の投資は不況など、ごく短期的な景況感の判断に左右されやすく、投
資の好機を逸しやすい。一方のトヨタの資金源泉は内部留保が主であり、

これは自由な投資が可能である。そのためトヨタの方が安定して減価償却費が大きくなっていると考えられる。

図表 4.6 トヨタと日産のスクラップ・アンド・ビルドの比較

出典：トヨタ・日産 有価証券報告書

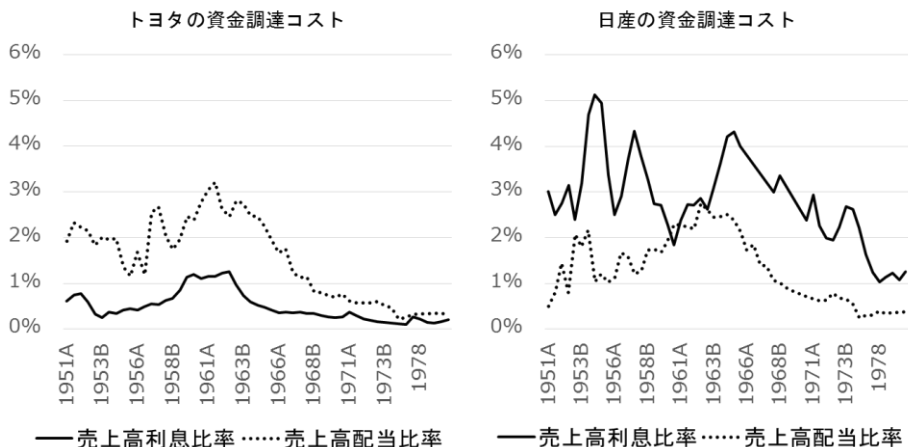


4.3.2 利払い負担の違い

次に税・配当等控除後利益の差の原因であるが、一つに利息負担の違いが挙げられる。ここで両社の売上高に占める利息費用と配当の割合を図示すると（図表 4.7）、配当負担は両社ともほとんど同じトレンドを描くが、利息負担は 2~3 ポイント日産の方が大きい。当時の両社の税・配当控除後利益率はトヨタで 3%程度、日産は 1%前後で推移している。そこから考えると、利息負担の差は内部留保増加の大きなファクターである。

図表 4.7 トヨタと日産の資金調達コストの比較

出典：トヨタ・日産 有価証券報告書



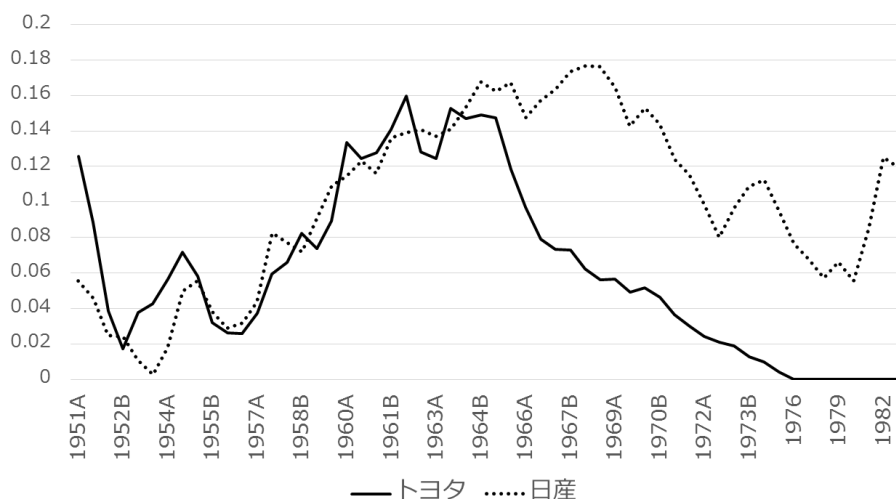
4.4 内部留保経営の達成：借入減少の観点

借り入れを減らすということにはしがらみが付きまとう。企業としては銀行に支払う利息負担がなくなるうえ、リスクも軽減できるので、喜ばしいといってもいいのだが、銀行から言わせれば死活問題である。よって、銀行借り入れを減らし、ついにはゼロにするためには銀行からの圧力を軽減させなくてはならない。

図表 4.8 によれば、トヨタと日産の借入への依存度は 1965 年頃から差が開き始めている。それを踏まえてトヨタが借入れを減らすことができた理由には 3 つ考えられる。一つ目はモータリゼーションの到来である。これはトヨタと日産に共通する点である。以降はトヨタのみに作用した理由である。二つ目は銀行制度の改革によって、銀行との関係が浅くなったこと、三つめはトヨタに銀行に頼らないモチベーションが存在したことである。

図表 4.8 トヨタと日産の資金調達に占める長期借入の割合

出典：トヨタ・日産 有価証券報告書



4.4.1 モータリゼーションの到来

モータリゼーションとは、一家に一台車を所持する時代がやってくることであり、乗用車市場の爆発的な膨張を意味する。これは東京オリンピック後の 1965 年ごろから始まったとされる。背景には所得水準の向上があり、国民全体が乗用車を買える程度の所得水準に達し、かつインフラが整備されると、モータリゼーションが発生する。

モータリゼーションとは爆発的な市場の膨張である。よってこの波に乗るには、モータリゼーションが始まった時点で、その需要の爆発に応える

だけの生産能力を備えていなくてはならない。自動車製造企業の場合、大規模な工場の建設が必要となり、建設開始から生産開始まで数年のタイムラグが生じる。実際、トヨタは元町工場を 1958 年に建設開始し、1959 から生産を行っている。つまり一時的かつ大規模な投資需要が 1960 年頃発生し、モータリゼーションが始まった時点では投資需要は一巡しているのである。この時代のトヨタの資金調達は内部留保をベースに、自己資本、最も小さいものが借入れであるが、一時的な資金需要は借入れでもって賄ったことがわかる。そして資金需要がなくなったモータリゼーション後に再び減少に転じている。

モータリゼーションのもうひとつの効用は、自力で利益を稼げるようになったことだ。この時代、トヨタはカローラ、コロナマーク II、クラウン、日産はサニー、ブルーバード、セドリックを軸としたフルライン戦略を用意して正面衝突したが、それでも両社とも順調な成長を遂げた。乗用車市場という広大な市場の誕生により、両社は自力で稼ぐことができるようになったのである。

4.4.2 銀行制度の改革

当時のトヨタの長期借入の内訳を確認すると、トヨタのメインバンクであるはずの三井・東海両行の名前がない（図表 4.9）。借り入れの大半が日本長期信用銀行のものである。この背景にあるのが、トヨタにのみ作用した二つ目の要因、銀行制度の改革である。

図表 4.9 高度成長期トヨタの大株主と長期銀行

出典：有価証券報告書

	1960	1965	1970	1975
株主の状況	東洋信託銀行	東洋信託銀行	豊田自動織機	三井銀行
	豊田自動織機	日本共同証券	三井銀行	東海銀行
	三菱信託銀行	豊田自動織機	東海銀行	三和銀行
	三井銀行	三菱信託銀行	三和銀行	豊田自動織機
	東海銀行	三井銀行	日本生命保険	日本長期信用銀行
債権者の状況	日本長期信用銀行	日本長期信用銀行	日本長期信用銀行	なし
		三井信託銀行	三井信託銀行	
		住友信託銀行	住友信託銀行	
		三菱信託銀行	三菱信託銀行	
		安田信託銀行	安田信託銀行	
長期借入比率	8.9%	14.9%	4.9%	0.4%

GHQ は金融制度についてアメリカ的な役割分担、つまり銀行は健全性を保証するため商業銀行となり、長期金融は証券市場に任せるという方針を持っていた。実際戦後の金融制度は GHQ の意向に沿って行われたが、朝鮮戦争ブームによって長期資金需要が急速に伸びた結果、普通銀行が長期資金を融通することになり、期間のミスマッチとオーバーローン⁵⁸が発生した。その反省から、GHQ は方針を修正し 1952 年に長期信用銀行法を制定し長期の銀行を認めた。長期銀行は日本興業銀行、日本不動産銀行（1977 年より日本債券信用銀行）、日本長期信用銀行である。

⁵⁸ 期間のミスマッチとは、短期資金である預金を長期貸し出ししている状態であり、オーバーローンは貸出過大であり、不足資金を日銀借り入れに依存している状態である。

逆に言えば、従来トヨタのメインバンクだった三井銀行、東海銀行は長期の設備投資資金をトヨタに融通できなくなった。そこでトヨタは新たな取引先として日本長期信用銀行を選んだのである。日本長期信用銀行とトヨタの間には、当初資本関係もそれほどなく、当然かつての恩義などもなかった。

一方の日産の場合、メインバンクは日本興業銀行だったが、興銀は長期銀行となったため、幸か不幸か戦前からの関係が継続した（図表 4.10）。戦後の危機の際に日産は興銀への依存を強めており、興銀は資本関係も強めていた。高度成長期時代の社長は川又克二であるが、彼は興銀出身である。当然トヨタの場合と比較すれば既得権益が大きく、抜け出しづらい構造であったといえるだろう。

図表 4.10 高度成長期日産の大株主と長期銀行

出典：有価証券報告書

	1960	1965	1970	1975
株主の状況	三菱信託銀行	三菱信託銀行	日本興業銀行	日本興業銀行
	日本興業銀行	日本共同証券	日産土地建物	富士銀行
	日産火災海上保険	住友信託銀行	富士銀行	第一生命保険
	東洋信託銀行	日本興業銀行	第一生命保険	丸紅
	住友信託銀行	安田信託銀行	日本生命保険	日本生命保険
	1960	1965	1970	1975
債権者の状況	日本興業銀行	日本興業銀行	日本興業銀行	日本興業銀行
	安田信託銀行	安田信託銀行	安田信託銀行	安田信託銀行
	住友信託銀行	三菱信託銀行	住友信託銀行	三井信託銀行
	三菱信託銀行	東洋信託銀行	三菱信託銀行	住友信託銀行
	三井信託銀行	住友信託銀行	三井信託銀行	三菱信託銀行
長期借入比率	10.9%	16.8%	14.3%	9.5%

4.4.3 モチベーションの存在

トヨタにはモータリゼーションと銀行制度の改革という、銀行離れの格好のタイミングがやってきたわけだが、結局トヨタと日産を分けたのは、

トヨタに銀行に頼らない強力なモチベーションが存在したことだ。戦後経営危機において、トヨタは銀行によって窮地に立たされた。この時の住友銀行は合理的判断を下しただけではあるが、メインバンク制という慣行を破った以上、トヨタが銀行という存在に不信感を抱くのは無理のないことである⁵⁹。

4.5 まとめ：内部留保経営達成の要因

以上の議論をまとめると、丁度トヨタが感じていた銀行離れの必要性和、モータリゼーションと銀行制度の改革という銀行離れの可能性がかみ合っ、トヨタの無借金化が達成されたのである。並行して安定した投資戦略と比較的少ない借りに起因する利息負担の小ささで、追加の借入なしで経営を行うだけの資金の留保を確保した結果、内部留保経営が達成されたのである。

⁵⁹ なお、当時の企業内部に銀行離れのための努力インセンティブが一般的に存在したことについて青木〔1995〕が詳しい。

終章

トヨタの過去、現在そして未来

—トヨタの教訓と自動車製造企業の財務戦略—

5.1 トヨタの過去と現在

トヨタが過去の教訓、つまり操業度を素早く調整することと内部留保をためるという教訓を守っており、それが有効であったならば、現代における最大の危機と考えられるリーマン・ショックにおいてもトヨタはうまく立ち回っているはずである⁶⁰。

5.1.1 正常な営業循環の検証

リーマン・ショック時、トヨタは戦後初の連結最終赤字を計上した。この原因は買い替え需要が低迷したことと、急激な為替変動による販売価格の目減りである。この突発的なショックを吸収しきれず、営業利益が赤字となり、それが最終損益に響いた形である。この危機を正常な営業循環モデルで整理すると、生産⇒販売プロセスにおいて突然ボトルネックが発生し、資金循環が急速に縮小したといえる。これをもって正常な営業循環から逸脱しているとみなすと、トヨタの経営危機対応はどのように評価できるか。

⁶⁰ ここで分析対象とするのは、ここまでの分析同様にトヨタ自動車単体の財務諸表である。特に断りがない場合は、単体の数値を指す。

5.1.2 経営危機フローの検証

まずトヨタはトヨタ生産・販売方式によって、操業度の自動調整を行っている。実際棚卸資産を見ると、資産に占める割合は 5%程度であり、リーマン・ショック後の方がむしろ減っている。よってほとんど期末日における出荷待ち台数による誤差といえるだろう。さらにトヨタは年休の計画的消化である一斉年休、基準賃金の 8 割を支給する会社休業、海外の事業体の 4 割でワークシェアリングを行い、固定費である人件費を削減した⁶¹。それでもショックを吸収しきれず、営業利益は赤字となり、純利益も赤字となった。赤字額は 4 千 4 百億円ほどになったが、この時の内部留保は 21 兆円ある⁶²。よって資金補填でもって危機を脱したといえる。

なお、近年のトヨタは独自の経営指標として総資金量というものを手元流動性の基準として用いている。これは現金及び現金同等物、定期預金、市場性ある負債証券および信託ファンドへの投資を総称したものである。この指標の開示は連結ベースのものしか存在しないため、単純に比較ができない。そこでごく簡便に単体財務諸表の流動資産の項目のうち、現預金と有価証券を単純合算した値を、リーマン・ショック直前（2008 年 3 月期）、リーマン・ショック直後（2009 年 3 月期）、そして直近の事業年度（2015 年 3 月期）とで比較する。その結果が図表 5.1 である。これによれば、トヨタはリーマン・ショックの影響を、手元流動性の点ではほとんど受けていない。ただリーマン・ショックという出来事自体が、脅威であると受け止めたのか、リーマン・ショック後は以前より増して手元流動性を確保するようになっている。

図表 5.1 トヨタのリーマン・ショック前後の手元流動性

出典：有価証券報告書

	2008年3月期	2009年3月期	2015年3月期
総資金量(連結ベース)	4兆5千億円	4兆2千億円	10兆円
単体の現預金及び有価証券	1兆5千億円	2兆円	3兆円
単体総資産	10兆円	9兆円	15兆円

⁶¹ 「トヨタ自動車 online」参照。

⁶² 金融セグメントも含めている。

5.1.3 リーマン・ショックの再解釈

リーマン・ショックにおいてトヨタは人員整理に踏み切ることなく、ある程度の痛みを甘受して危機を回避したといえる。そして過去の文脈と照らし合わせると、ある程度の痛みはトヨタにとっては想定内であるといえるだろう。

リーマン・ショックの当時、様々な媒体でトヨタの未曾有の危機、トヨタ式の落日などといった言説が流れた。いずれもトヨタのリーマン・ショック以前の拡張政策などの時流の読み誤り、売り上げ不振と為替変動による戦後初の赤字をとらえて、トヨタの危機を論じるものであった。しかし我々の研究は、それらの議論が時代の文脈を欠いたものであり、真実ではないことを示している。リーマン・ショックのような未然に防止することが難しい危機に瀕して、確かに留保が流出した⁶³のだが、逆に言えば、1兆円もの留保の流出を受けてもまだ健全な財務を維持する企業など、ほとんど存在しないはずである。そしてその潤沢な内部留保は過去の経験から、危機を回避するために備えられたものである。であるならば、トヨタの経営行動の是非についての議論は、傷を浅くするための施策に向けられるべきだろう。その点トヨタの行動は素早かった。よってトヨタは過去の教訓をよく生かし、リーマン・ショックを乗り越えたのだといえるだろう。

5.2 自動車産業の現状

トヨタは多くの危機を乗り越えてきた。そしてこれからも自動車業界は日々変化していく。今現在の自動車業界を概観することでトヨタ、ひいては自動車業界の未来を展望する足掛かりとする。

⁶³ ここではトヨタ危機説に合わせ、ごくごく一般に言われる留保の定義である、利益剰余金＝内部留保としている。

5.2.1 自動車市場のリスクの変化

昨今、市場が世界規模に拡大した結果、企業にとっての危機管理の重要性が増している。日本国外の市場では、全く異なる法規制が敷かれているのみならず、歴史的な国民感情や宗教などが壁となっている。これらを総称するのがカントリーリスクである。環境問題や乗手の安全性についての規制が定められ、日々ハードルが上がっている。そして世界がインターネットでつながり、不祥事などの既存のリスクがより脅威を増した。これらはトヨタが愛知の地方企業であった時分には、存在せず、気にする必要もない問題だった。しかしトヨタが世界トップの企業となった今、トヨタを取り巻くリスクは大きく、そして多岐にわたるようになった。これらの危機は必ずしも内部留保では防げる性質のものではないかもしれない。しかし現状のトヨタを見るに、役員の麻薬問題やリコール問題についてうまくかじ取りを行っているといえるのではないか。

5.2.2 世界自動車市場の展望

守りについては盤石なトヨタだが、これからの時代は攻めの時代である。中国等の先行する新興国市場ではすでに、競争の軸が価格から付加価値に移りつつあり、その点においてドイツや韓国の自動車企業の後塵を拝している。その他、東南アジアなどの新興国市場はモータリゼーションを控え、各社が橋頭保を築くのに躍起になっている。世界的に市場が付加価値競争に移り、各自動車企業の規模が収斂しつつあり、ブランドが重要になった。現行のトヨタ生産方式は 1980 年代にイノベーションを起こしたが、現在のトレンドは垂直的統合よりもサプライヤーの水平分業の方に傾いている。日本の自動車業界は水平分業のトレンドに乗り遅れている。トヨタはもう既に過去の成功に囚われているのだろうか。だとすれば次に没落するのはトヨタかもしれない。

5.2.3 自動車市場の特質とカギとなる戦略

自動車製造業界は特異な業界である。車は耐久消費財であるが、大変高価であり、生産設備は大規模である。そのうえ需要の読めない点が本源的な高リスク市場を形成する。すると、企業の内部と外部の境界を越える、まさに命懸けの飛躍がここに存在するのである。市場の状況がうつろいやすい自動車の市場において、正常な営業循環から外れてしまうことは防ぎようがない。すると必要なのは、いかに素早く危機から脱出するかが重要となる。

5.3 トヨタと自動車業界の未来

前節のトヨタを取り巻く環境の考察を下敷きとし、トヨタの自動車業界の趨勢を見る。問題はトヨタとメガサプライヤー・欧州メーカーのどちらが覇権を握るのかである。

5.3.1 モデルに基づく業界展望

我々が構築したモデルに従い、水平分業のサプライヤーとメーカーの連合と、トヨタの垂直統合的なトヨタ生産システムのどちらに優位があるかを考える。

5.3.1.1 メガサプライヤーとトヨタ生産方式

3.8.1 日本経済の特質：中間組織の存在に基づき、メガサプライヤーと欧州系メーカーの組織戦略とトヨタの組織戦略を整理する。欧州系自動車業界はメガサプライヤーによる水平分業型であり、トヨタは系列による中間組織的な垂直統合である。そして先述のとおり、世界的なトレンドは水平分業に傾いている。その理由は水平分業型の方が高い研究開発能力を持ち、部品の標準化によるコスト減少が見込めるからである。

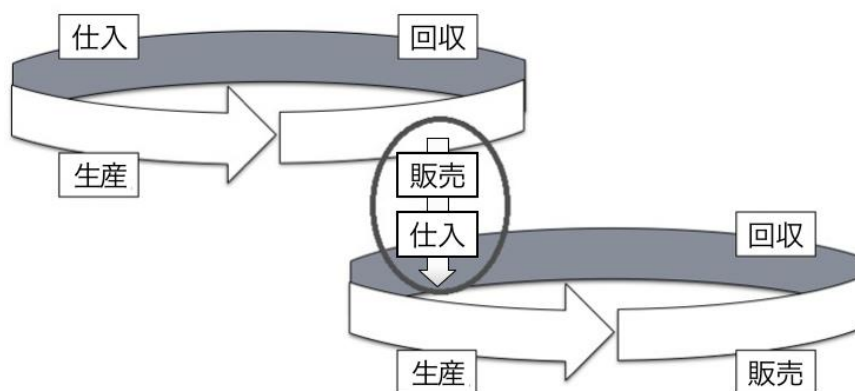
このような潮流の中でトヨタは系列企業の改革に着手している。その典

型例がトヨタ・ニュー・グローバル・アーキテクチャ（TNGA）である。これは経営資源を集中させ単純な開発力を高めると同時に、開発をグルーピングし個別最適でなく、自動車全体の全体最適を模索し商品力を高める。そして部品の共通化を進め、コスト低減をも一括して行うものである。実際に 2015 年現在でブレーキ事業をアドヴィックスに移管し、シートの製造業務をトヨタ紡織に移管している⁶⁴。これらのトヨタの行動の裏には、今後の世界市場において研究開発とコスト低減が鍵になること、そしてメガサプライヤーの脅威がある。しかしトヨタは安易に水平分業型へ迎合するのではなく、自社の系列システムを再構築することで、これと戦うようだ。以上のような理解に立ち、自動車業界の展望を考える。

研究開発力及び部品のコストの点では、メガサプライヤー制とトヨタ方式との間に大きな差は開かないことが予想される。仮に同じ製品を作れるとすれば、差が出るのは経営体制であり、リスク管理である。まずメガサプライヤー制における営業循環はサプライヤーとメーカーの営業循環がつながったものになる。サプライヤーにとっての販売はメーカーにとっての仕入であるからだ。次にトヨタの系列システムとは、多くの独立した系列企業の営業循環を一つに束ねたような形である。つまり、一つの営業循環で近似できる。図表 5.2 がメガサプライヤー・メーカー連合の営業循環の概念図である。

⁶⁴ 中西 [2015]、トヨタ自動車 [2013] より。

図表 5.2 メガサプライヤー制の営業循環の概念図



以上の議論に則れば、本来的にリスクが高い自動車市場においては、トヨタの系列システムに優位性があるといえるだろう。なぜなら営業循環が2本になれば、それはそのままリスクの増大を示すからだ。メーカーの営業循環に問題がなくとも、サプライヤーの営業循環に何らかのボトルネックが生じれば、そのままメーカーのボトルネックになりうるものであり、逆もまたしかりである。水平分業型のメガサプライヤー制では、自由な取引が原則であるので、メーカーは取引関係から離脱することが可能であり、サプライヤーは様々なメーカーと取引することでリスクを軽減する。しかし、リーマン・ショックのような市場全体が冷え込むようなショックが起きたらどうだろうか。すべての企業の営業循環が正常な状態から逸脱した場合、市場取引に依る水平分業のシステムは破たんしうる。一方のトヨタはグループが一丸となって、ショックを乗り越えることができる。その源泉がトヨタ生産方式による操業度の調整と、最後の番人としての内部留保であることは、これまで論じてきたとおりである。よって、我々の観点で業界の展望を占えば、トヨタ生産方式が今後も優位性を保つことが予想できる。

5.3.1.2 まとめ：業界展望

我々の分析モデルにしたがって整理すれば、今後水平分業によるメガサプライヤー制に対し、トヨタ生産方式が優位性を持つこととなる。双方とも研究開発の重視と低コスト化という今後の世界市場の条件を満たしているが、自動車市場がリスクの高い市場であることを考えれば、よりリスク対応が堅実であると予想されるトヨタ生産方式が優位性を持つことが予想される。

5.4 結び

トヨタ式財務戦略の強さと自動車製造企業の財務戦略

トヨタの企業組織は中間組織形態であり、自動車業界の特質によく符合している。外部環境は常に変化しており、強みは弱みへと変化しうる。その中でトヨタの組織が柔軟であったことが日産・GMとの比較を通じわかった。日産との比較では同じ系列システムでも、組織の柔軟性に違いがあることがわかり、GMとの比較では、異なるシステム間でもトヨタの組織の優位性が存在することがわかった。

そして柔軟な企業組織を支えるように、トヨタは危機脱出について、内部留保という切り札を持っている。トヨタ生産・販売方式の自動調整と固定費の削減が遅れる、ないしはそれだけでは吸収できなくとも、内部留保という最後の番人が存在しており、トヨタの経営を守っているのである。

さらに内部留保は攻防一体の戦略である。これまで見てきたトヨタの強みはほとんど内部留保が源泉となっている。長期的視野に立った研究開発、強気な投資戦略、労使の協調など、これらは厚い内部留保を持つことで得た強みである。

トヨタの財務状況はファイナンスの世界における最適資本構成とはかけ離れているように思える。しかし我々の分析によれば、トヨタの財務戦略は一周回って自動車製造企業にとっての真理なのではないか。

昨今、物言う株主や ROE 政策という言葉が脚光を浴びている。しかし内部留保を取り崩してまで行いう株主還元政策は、自動車製造企業にとっては必ずしも正しくない。トヨタの従業員主権的なコーポレートガバナンスは伊丹〔2000〕が言うように日本企業にとって、歴史的に親和性が高く、パフォーマンスを高めているはずだ。

自動車市場は再び激動の時代を迎えようとしている。水平分業型のメガサプライヤー制が世界市場を席卷している。それに対しトヨタは従来からの強みをより強く発揮できる組織の再構築を企図している。さらに自動車業界には、電気自動車や自動運転という新たなテーマが生まれつつあり、異業種やベンチャー企業の参入も激しくなっている。現状の自動車業界はかつてない激動を迎えており、その結果として誰が生き残るのかは定かではない。しかしこの研究によって、トヨタの財務戦略が時代錯誤的でなく、現代においてもその理念が妥当することが明らかになった。荒波を越えて、トヨタが変わらず日本のリーダー、世界のリーダーであり続けることを、日本に生まれ育った者として、期待せずにはいられない。

参考文献

- Altman, E.I. [1967] “Financial Ratio: Discriminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy,” *Journal of Finance*, Vol23, No.4, pp.589-610
- Argenti, John [1976] *Corporate Collapse: The Causes and Symptoms*, UK, McGrawHill Book Company.
- Auto Alliance [2015] “SALES DATA” [online]
<http://www.autoalliance.org/auto-marketplace/sales-data>
(accessed October 11, 2015).
- Bloomberg.co.jp [2009] 「米 GM とクライスラー、ディーラー削減方法を模索－事業存続に不可欠」, [online]
<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-KJTWNK0UQVIA01.html>
(参照 2015-10-12) .
- General Motors “Form-10k”.
- Goodcar Badcar [2012] “SALES STATS” [online]
<http://www.goodcarbadcar.net/p/sales-stats.html> (accessed October 12, 2015).
- Maxcy, George and Silverston, Aubrey [1959] *The Motor Industry*, UK, George Allen & Unwin.
- Newsweek 日本語版 [2010] 「レガシー・コストがビッグ 3 を追い詰めた」
[online] <http://www.newsweekjapan.jp/stories/2010/04/post-1152.php> (参照 2015-10-22)。
- OICA [2015] “TOTAL SALES FIGURES” [online]
<http://www.oica.net/category/sales-statistics/> (accessed October 12, 2015).
- U.S Energy Information Administration [2015] “Gasoline and diesel fuel update” [online] <http://www.eia.gov/petroleum/gasdiesel/> (accessed

October 13, 2015).

青木昌彦 [1995]『経済システムの進化と多元性—比較制度分析序説』東洋経済新報社。

朝日新聞 DIGITAL [2009]「GM、販売店 1000 店以上削減へ 破産法適用申請も」[online]

<http://www.asahi.com/business/topics/economy/TKY200905160277.html> (参照 2015-12-22)

アルトマン,E.I. [1992]『現代大企業の倒産—その原因と予知モデルの包括的研究』(青山英男訳,佐藤一郎助役) 文真堂。

石井寛治・原朗・武田晴人編 [2007]『戦時・戦後期』(日本経済史 4) 東京大学出版会。

伊丹敬之 [2000]『日本型コーポレートガバナンス—従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞社。

井上裕・橋本宗明・酒井耕一・三河正久・日経ビジネス編 [2000]『ゴーンが挑む 7 つの病』日経 BP 社。

今井賢一・伊丹敬之・小池和夫 [1982]『内部組織の経済学』東洋経済新報社。

岩田祐樹・太田原隼 [2008]「環境対応:環境技術開発をめぐる競争・提携・摩擦-環境保全—トヨタとビッグ 3 を中心に」, 2008-J1, 京都大学経営管理大学院。

大賀祥充 [2010]「米国「General Motors 社」再生の法律問題」『修道法学』32(2), pp.128-92, 広島修道大学。

大野耐一 [1978]『トヨタ生産方式—脱規模の経営を目指して』

大村和夫 [2011]「GM の経営破たんに関して」『彦根論叢』, 390 巻, pp.50-65, 滋賀大学経済学会。

オートックワン [2009]「GM、クライスラー再建による日米自動車ディーラーへの影響」[online] <http://autoc-one.jp/analysis/analysis-333271/0002.html> (2015-10-22 参照)

桂木洋二 [1999]『日本における自動車の世紀—トヨタと日産を中心に』グランプリ出版。

- 亀井利明 [2004]『リスクマネジメント総論』同文館出版。
- 神田秀樹 [2015]『会社法 第17版』弘文堂。
- 共同通信社 [2005]「止まらぬ米車の値引き競争—GM が新キャンペーン」
[online] <http://news.a902.net/a1/2003/0722-2.html> (2015-10-23 参照)。
- 経済安定本部物価局 [1952]『物価要覧』。
- 現代会計カンファレンス編 [1997]『倒産指数—危ない会社ズバリ判別法』日本経済新聞社。
- 櫻井清 [2005]『日本自動車産業の発展 (上巻)』白桃書房。
- 桜井久勝 [2015]『財務諸表分析第6版』中央経済社。
- 佐藤正明 [2012]『日産その栄光と屈辱』文藝春秋。
- サローナー, ガース・シェパード, アンドレア・ポドルニー, ジョエル (2002)
『戦略経営論』(石倉洋子訳) 東洋経済新報社。
- 塩路一郎 [2012]『日産自動車の盛衰』緑風出版。
- 白田佳子 [1999]『企業倒産予知情報の形成—会計理論と統計技術の応用』中央経済社。
- 白田佳子 [2003]『企業倒産予知モデル』中央経済社。
- スローン, アルフレッド Jr. [2003]『GM とともに』(有賀裕子訳) ダイアモンド社。
- 武田晴人 [2007]『新版 日本経済の事件簿—開国からバブル崩壊まで』日本経済評論社。
- 武田晴人 [2009]『日本経済の戦後復興—未完の構造改革』(東京大学ものづくり経営研究シリーズ) 有斐閣。
- 立石剛 [2012]「General Motors Corporation と Financialization (1)—General motors acceptance corporations をどうみるか」, 『西南学院大学経済論集』47 巻 1・2 合併号, pp.81-112, 西南学院大学大学院学術研究所。
- 立石剛 [2014]「General Motors Corporation と Financialization (2)—アメリカ政府による GMAC 救済とその位置づけ」, 『西南学院大学経済論集』, 48 巻 3・4 合併号, pp.227-250, 西南学院大学大学院学術研究

所。

通商産業省調査統計部 [1953]『昭和 25 年基準 鋳工業生産指数一戦前及び戦時中の指数を戦後指数にリンクした指数』。

通商産業大臣官房調査統計部 [1961]『鋳工業指数総覧』通商産業調査会。

戸田俊彦 [1984]『企業倒産の予防戦略』同文館出版。

トヨタ自動車株式会社「トヨタ自動車 75 年史」,[online]
<https://www.toyota.co.jp/jpn/company/history/75years/index.html>
 (参照 2015-8-31)。

トヨタ自動車株式会社 [1987]『創造限りなく一トヨタ自動車 50 年史』トヨタ自動車株式会社。

トヨタ自動車株式会社 [2013]「トヨタ自動車、「もっといいクルマづくり」に向けて、「TNGA」の取り組み状況を公表」[online]
http://www2.toyota.co.jp/jp/news/13/03/nt13_018.html (参照 2015-12-23)

トヨタ自動車株式会社『有価証券報告書』

トヨタ自動車工業株式会社『有価証券報告書』

トヨタ自動車工業株式会社社史編集委員会 [1967]『トヨタ自動車 30 年史』トヨタ自動車工業。

トヨタ自動車工業株式会社 [1978]『トヨタのあゆみ』トヨタ自動車工業。

トヨタ自動車工業社史編集委員会 [1958]『トヨタ自動車 20 年史』トヨタ自動車工業株式会社。

トヨタ自動車工業株式会社『営業報告書』

トヨタ自動車販売株式会社『有価証券報告書』

トヨタ自動車販売株式会社社史編集委員会編 [1970]『モータリゼーションとともに』トヨタ自動車販売。

中西孝樹 [2015]『自動車業界のいまと未来がわかる本』洋泉社。

中村青志監修 [2007]『戦後復興期主要産業の実態』ゆまに書房。

永礼善太郎・田中英男 [1961]『自動車』(日本の産業シリーズ 16) 高宮晋・稲葉秀三監修有斐閣。

日刊自動車新聞社・日本自動車会議所編『自動車年鑑』日刊自動車新聞社。

- 日産自動車 [2011] 「日産リバイバル・プラン」, [online]
<http://www.nissan-global.com/GCC/NRP/SUPPORT/revival-j.pdf>。
- 日産自動車株式会社『有価証券報告書』
- 日産自動車工業株式会社『有価証券報告書』
- 日産自動車株式会社総務部調査室 [1965] 『日産自動車 30 年史』 日産自動車株式会社。
- 日産社史編纂委員会編 [1983] 『21 世紀への道—日産自動車 50 年史』 日産自動車株式会社。
- 日本銀行金融研究所「大正 3 年基準東京小売物価指数」, [online]
http://www.imes.boj.or.jp/hstat/data/prices/note_rpi.html (参照 2015-8-31)。
- 日本銀行統計局 [1966] 『明治以降本邦主要経済統計』 日本銀行統計局。
- 日本経済新聞社編 [1995] 『日産はよみがえるか』 日本経済新聞社。
- 日本経済新聞社編 [2000] 『ドキュメント日産改革—起死回生』 日本経済新聞社。
- 野村秀和編著 [1990] 『企業分析—考え方と実例』 青木書店。
- 長谷川光圀 [2009] 『組織進化論—自己組織化と事例研究』 創成社。
- 物価庁 [1950] 『昭和 23 年 6 月価格補正以後の価格改定等』 (物価統制資料集第三分冊)。
- ホルスタイン, ウィリアム [2009] 『GM の言い分』 (グリーン裕美訳) PHP 研究所。
- マギー, デビッド [2003] 『ターンアラウンド』 (福島俊造訳) 東洋経済新報社。
- マクシー, G・シルバーストン, A [1965] 『自動車工業論—イギリス自動車工業を中心とする経済学的研究』 (今野源八郎・吉永芳史訳) 東洋経済新報社。
- 松本敏文 [2005] 「財務諸表分析の新手法—6 つの数値で企業力を判定」『週刊金融財政事情』。
- 丸山恵也・小栗崇資・加茂紀子子 [2000] 『自動車—21 世紀に生き残れるメーカーはどこか』 (日本のビッグインダストリー1) 大月書店。

マルクス [1969]『資本論 1』(エンゲルス編纂,向坂逸郎訳) 岩波文庫。

マルクス [1969]『資本論 2』(エンゲルス編纂,向坂逸郎訳) 岩波文庫。

ロバーツ,ジョン [2005]『現代企業の組織デザインー戦略経営の経済学』
(谷口和弘訳) NTT 出版。

ローウェンスタイン,ロジャー [2009]『なぜ GM は転落したのか』(鬼澤
忍訳) 日本経済新聞出版社。

執筆担当

序章

木下 和樹

第 1 章

寺田 洋介

第 2 章

亀井 勇樹（リーダー）・木下 和樹

第 3 章

木下 和樹

第 4 章

田中 広志（リーダー）・木下 和樹

終章

木下 和樹

2015 年度ゼミナール活動記録

3 月	<p>新 2 回生プレゼミ開講</p> <p>テキスト：日本経済新聞社『財務諸表の見方』日経文庫。 紳士服業界のケーススタディ</p>
4 月	<p>前期ゼミ開講</p> <p>桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社。 K・G パレプ他『企業分析入門』東京大学出版会。</p>
6 月	<p>顔合わせコンパ 於：ブーガルカフェ</p>
8 月	<p>新歓コンパ 於：写楽</p>
9 月	<p>ゼミ合宿 於：民宿白鳥</p> <p>テーマ：ドラッグストアの企業分析</p>
10 月	<p>後期ゼミ開講</p> <p>共同研究テーマ：</p> <p>「自動車製造企業の財務戦略—トヨタを素材として」</p>
12 月	<p>北大篠田ゼミとの交流シンポジウム 於：北海道大学</p> <p>新ゼミ生一次募集</p> <p>新 2 回生：応募 5 名、採用 5 名 新 3 回生：応募 3 名、採用 2 名</p> <p>新ゼミ生二次募集</p> <p>新 2 回生：応募 6 名、採用 6 名 新 3 回生：応募 1 名、採用 1 名</p> <p>徳賀ゼミ共同シンポジウム</p>
3 月	<p>追い出しコンパ</p>

一年を振り返って

TA からのメッセージ

栄留 豊

同回生が卒業した中（卒業してない私の同回生もいるとか）、大学院に進学した私は、TA として藤井ゼミに在籍し続けることとなりました。院進学に際しては、藤井先生からアドバイスをいただき、現在充実した生活を送れているのですが、TA 就任に関しては気乗りしなかった、というのが当時の正直な思いです。私は、学部二回生の時に藤井ゼミの門を叩いて以来、渡邊さん、横山さんという聡明な TA の両氏に大変お世話になりました。会計学、その他諸学問に対する深い知見、優れた人間性を心から尊敬しており、あの経済学部東館 106 教室の TA の席に鎮座するお二人の姿が私にとっての藤井ゼミでの当たり前の光景であったため、あらゆる面での未熟さを自覚している自分がその席に座って TA として振る舞う姿が想像できませんでした。

実際に TA として春からやってきましたが、試行錯誤の日々だったな、と当時を思い返します。やはり、学部生の発表に対するコメントには苦劳しました。脳みそに（冷や）汗をかきながら、なんとか有益なフィードバックを与えようと試みたのですが、言葉に詰まることも多く、教えることの難しさを、身をもって感じました。学部生に追加的な学びのきっかけを与えようと補助資料を作成したことは、結果的に自分にとっても貴重な学びとなりました。

次に、今回の共同研究に関して感じたことをここから書いていきます。「トヨタは歴史ある優良企業である」という一般通念を精緻に分析しており、ある種当たり前と思われることを徹底的に掘り下げた本研究は、非常に新しいものだったのだと思います。壮大なテーマ設定をしており、

独自モデルの構築を目指していると聞いた時点から、非常に野心的な研究だという印象を受けていました。心配もしていました。しかし、妥協することなく、データを集めるところから多大なエネルギーを割きながら研究を進めており、一つ一つ積み上げていった結果、質の高い論文になったと思いますし、結果的に藤月会論集歴代最長の分量になったことは、誇りに思っていることだと思います。伝統的に藤井ゼミの共同研究は、設定したテーマへの理解を深めることも大事ですが、研究を一通り行い、試行錯誤を繰り返しながら苦勞すること自体に大きな価値があると私は思っております。経済学部地下の資料を手作業で集めたり、資料を求めて国会図書館を訪れたりしたこと等、そうした研究の苦勞が将来の大きな財産にきつとなります。改めて、3 回生の皆さんの研究の取り組みに賛辞を贈りたいと思います。徳賀ゼミとのシンポジウムで堂々と発表する姿は、非常に凛々しいものでした。私としては、以上のようなコメントをシンポジウムでしようと、ppt.の資料も作っていたのですが、TA のコメントの時間がカットされてしまったのは、非常に残念でした。

本年の藤井ゼミの活動ですが、濃密な一年だったと思います。私は大学院での学習が忙しく、本年はゼミ合宿に参加できなかったのですが、充実した学習ができたようでよかったです。これまた参加できなかった北大でのシンポジウムも開催され、貴重な経験をされたと思います。そして、京大の徳賀ゼミとのシンポジウムも素晴らしいものになりました。毎週のゼミでの学習の充実に加え、校外学習、そして飲み会なども活発になっていることはいい傾向だと思います。多くの新入生のゼミ見学もあり、結果的に来年定員通りの新入生が入るのには驚きました。ゼミ生の積極的な協力があつてゼミ運営は回っていくので、皆さんの協力、とりわけ3 回生幹事の木下君、4 回生幹事の菅野君の働きぶりに、感謝したいと思います。益々藤井ゼミが賑やかになるのが楽しみであると同時に、TA として頑張らないといけないな、と身の引き締まる思いです。

最後に、藤井先生からは多くのことを学ばせていただいていることに、改めて心からの感謝の意を申し上げます。しかし、拙い TA 業務しかできなかったことを非常に心苦しく思っております。日頃から院

での生活や進路に対してお気遣いいただき、ありがとうございます。尊敬する藤井先生が還暦を迎えられる年に TA として藤井ゼミに関われて、大変めでたく思います。藤井先生、ありがとうございます。そして、おめでとうございます。

白 曄（ハク・ヨウ）

「時は矢の如し」が表しているように、2015 年はあっという間に過ぎてしまったように思えます。今年は藤井ゼミでの大切な思い出がたくさんありました。先生や皆さんのおかげで、共同研究などを通じて学問を修めながら成長できました。

藤井先生のご指導のもとで、優秀で個性豊かなメンバーたちが個々の強みを発揮して、チームとして一つの研究を仕上げるのがとても素晴らしいと思います。皆さんのチームプレイや助け合い、また意見のぶつかり合いが新しいものを生み出す場面をたくさん体験できました。

母国の大学ではこのような学部生向けのゼミ制度がないので、ここで学部生が院生レベルのことをやっているのを初めて見た時はすごく感心しました。それで、母国の大学で必修科目を減らしてゼミ制度を導入できればいいなとも考えました。

「良いものは良い」なので、私も皆さんから良いところをたくさん学びました。そして学んだことを活かして、もっと藤井ゼミに貢献できるように頑張りたいと思います。

山村 真理

前期の授業では、2 回生・3 回生それぞれで会計学に関する文献 1 冊を輪読し、後期では、3 回生の共同研究を中心に、4 回生も含めゼミのみんなでその研究過程を見守ってきました。この 4 月からのことを振り返り、僭越ながら院生の立場で、特に後期のゼミ活動をそばで拝見し、各学年の頑張っている様子とその成長ぶりがとても印象的です。2 回生は、3 回生の研究活動と真剣に対峙して自分たちなりに考え、来年度に控えている自

らの共同研究にいかせる何かをしっかりと吸収されたのではないかと感じられました。4 回生は、日頃はおとなしいですが、他大学とのシンポジウムで発言して 4 回生の貫禄ぶりを発揮されました。そして 3 回生…。暑い夏休みの時期から共同研究に向けた資料収集にとりかかり、国会図書館や学内の資料センターで古いデータを手作業でまとめる姿がありました。後期に入り、ほぼ毎週行われた研究報告では毎回多くの内容が肉付けされてゆきました。この共同研究はもちろん 3 回生の卒業論文につながる研究ではありますが、他学年・院生にとっても、研究テーマの設定や研究課題の検討、モデル構築など、研究に関する要素を様々な観点から考えさせられる有意義な機会となり、おかげさまでゼミ全員のための共同研究でもあったな、という思いにふけています。3 回生の皆さん、おつかれさまでした。次は新 3 回生の共同研究を共に見守ってゆきましょう。4 回生の皆さん、ご卒業おめでとうございます。新しい世界でも多に活躍されますことを心よりお祈りいたしております。

横山 夏子

今年は皆さんのゼミに参加したのは 2 回のみだったのですが、ありがたいことに 3 回生のほうから声をかけていただき今年もコメントを書くこととなりました。とてもうれしく思っています。

さて、今年の共同研究はこれまでのような実証研究、すなわち実際の企業データを統計的に解析した研究ではなく、特定の企業をターゲットとし同業他社と比較するケーススタディに取り組んでいます。過去の共同研究を見ると特定のテーマの元に各企業や業界にスポットライトを当てて研究をしていて、もともとは先行研究や財務分析に基づいた分析をしているものの、次第に平均差の検定や単回帰など統計的手法が用いられるようになっていきました。近年はより複雑な手法が用いられるようになりました。今年の研究は、初期の財務分析の面に立ち返っており、原点回帰といえるのではないかと思います。私もまだ在籍していなかったころの分析手法なので、取り組む学生も指導する院生もいろいろな苦労があったのではない

かと思います。

毎年学生の皆さんを見てみると、リーダーシップを発揮する人、地道な分析に熱中する人、発表に凝る人・・・みな何かしらに熱中しているように思います。もしかしたら人によってはもっとああしておけばよかったとか、悔いの残った人もいるかもしれませんが、それも含めて何かに取り組んでみたことはいつかどこかで役に立つかもしれません。皆さんがこれからも健康で、いろいろなことに意欲的に取り組んでいくことを願っています。

渡邊 誠士

まずはじめに、ゼミ生のみなさんには謝らなければいけません。仕事の関係でゼミに出席することが出来ず、本年の私のゼミへの貢献はゼロに等しいかと思います。申し訳ありませんでした。

ということで、本年の皆さんの研究内容は、送っていただいた第1稿でじっくりと読ませていただきました。本年の研究は過去10年近く続いてきた実証研究とは異なり、ある意味藤井ゼミの原点に立ち返るような研究であったかと思います。財務諸表を中心とした企業の情報を正確に読み取り、定量的・定性的な分析を組み合わせている研究は、従来から藤井ゼミが得意としていた分析手法であったかと思います。しかしながら決して情報を読み取ることにとどまらず、必要性和可能性という両サイドから議論することによって、学術的な貢献までを見出しているというという意味では、単に過去に戻った研究ではなく、藤井ゼミの先人たちの到達点からさらに進んだ未来志向の研究であったかと思います。まさに google scholar のトップページにある「巨人の肩の上に立つ」が実践された研究といえるでしょう。

このような研究に立ち会えなかったことを非常に残念に思うとともに、今年度の共同研究に参加されたみなさんに心から拍手を送りたいと思います。みなさん、お疲れさまでした。

一年を振り返って

菅野 裕紀（4回）

3 回生のみなさん共同研究お疲れ様でした。

今年の共同研究はここ数年の実証研究とは大きく異なる研究テーマで、どのように進むかととても興味を持っていました。後期の毎週のゼミでは、3 回生の報告を聞いて、新しい発見があったり、感心させられたり、たくさん学ぶ機会があったように思います。何故なのかを突き詰める姿勢、論理的に研究を進めていこうという考え方は非常に立派でした。去年の私たちの研究よりも非常に良い出来で、去年の自身の至らなさに悔いを感じてしまう時間でもありました。

春には大学を卒業しこれからは仕事が始まるのですが、現在は不安がとて多い心境です。ただ、ゼミで学んだ会計学の知識、プレゼンテーションのスキルを活かし、仕事を頑張っていきたいと思っています。

4 回生のみなさん、力不足な幹事を支えていただきありがとうございます。2・3 回生のみなさんは来年度の共同研究に就活頑張ってください。そして、TA の方々にも大変お世話になりました。栄留さんには色々と相談にのっていただきありがとうございました。最後に、藤井先生には大変お世話になりました。ゼミで学んだことは貴重であり、今後の人生に活かしていきます。

田中 大貴（4回）

今年度のゼミに関して、一番のメインイベントは昨年同様、共同研究と徳賀ゼミとのインゼミだったと思います。今年の共同研究は、例年の実証分析ではなく、企業分析ということで、昨年のような数字の羅列を見なくても済むし、具体的にイメージしやすいということで楽しみにしていました。いざ共同研究が始まってみると、とんでもない量のデータを収集していたり、毎回の進捗がとても早かったり、独自のモデルを作り出したりと、

ゼミでの進捗報告を聞くたびに3回生の皆さんに驚かされていました。特に、ゼミ長の本下君は、共同研究が忙しい中、篠田ゼミや、徳賀ゼミとのインゼミなどの雑務についてもまめまめしくこなしてくれて最後の1年のゼミも楽しい思い出となりましたし、本当に感謝しています。

森田 遥平（4回）

3回生の皆さん、共同研究お疲れ様でした。今年のテーマは例年とは異なるケーススタディであり、内容もトヨタという身近な企業で、毎回の発表を、非常に興味深く聞かせてもらいました。モデルを新たに構築するという内容も良かったですし、なにより3回生の連携がうまく取れているということが伝わってきた研究でした。本当にお疲れ様でした。

来年はケーススタディが続くのか実証研究に戻るのかわかりませんが、仮屋君、柳原さん今年のトヨタの発表に負けないよう頑張ってください。来年はゼミにはいない（はず）ですが、またの機会に話を聞けるのを楽しみにしています。また、藤井先生やTAの皆さんには今年もお世話になりました。今後ともよろしくお願い致します。

亀井 勇樹（3回）

共同研究が終わって久しぶりに何も考えない日々を過ごしています。そして、共同研究が始まるまでこの生活が普通であったことに驚きを感じ、同時に共同研究をしていた日々の忙しさを懐かしく思います。大学へ入学した時から私は、大（きな小）学生、それも京大経済学部生は遊び呆けるものだという信念のもとボーッと過ごしてきましたが、先輩方が共同研究に励む姿を見てその信念は変わっていきました。毎週、毎週山のような資料を作り、進捗報告をする姿を見てこれこそが大学生があるべき姿であると考え始めました。その時から勉強に力を入れ始めましたが、普段の生活は中々変わらず、無為に過ごす時間が多いままでした。そして、いよいよ共同研究が始まり、莫大な資料と日夜格闘し、寝落ちで一日が終わり、夢でもシボレーに追いかけられるという素敵な大学生らしい日々を過ごすこ

とが出来ました。このような生活を過ごすことで2つの大学生らしい過ごし方を体験できたことを私は幸運に思います。この大学生らしい過ごし方を支えてくださった藤井先生、TAの方々、4回生の皆様、2回生のみんなには本当に感謝しています。この経験をこれからの学び、就職活動、そして社会人としての生活の糧として頑張っていきたいと思います。

木下 和樹 (3回)

共同研究が終わって一年の感想をまとめていると、ふと何もすることがなくなった自分に気付いてしまいました。我ながら頑張ったなあと思いつつ、感想を書きます。

思えばこの共同研究の方針が定まったのは、去年の北海道でのことでした。ふと電車の中で先生が「来年はケーススタディにしよう」とおっしゃって、私も二つ返事で引き受けました。しかし、いざ目の前にして見ると、とんでもない重責を安請負したことに気付きました。伝統を壊すといえ、なんとなく反骨的でカッコいい気がします、その代わり、新たな伝統を生み出さねばなりません。とすれば、私に求められていることは自分たちの共同研究を仕上げるのみならず、今後とも伝統を再生産できるような土壌をも含むのです。私は密かに2か年計画の1年目として試行錯誤してきました。その一端が輪読と一緒にしたケーススタディであり、合宿だったわけです。

共同研究中にも様々な発見がありました。ビジョンの共有とは意外に難しいもので、自分たちが今どこにいて、どこに行かねばならないのか、そしてどのように進めばいいのか、という意識は、余程きちんと話し合わない限り伝わらないようです。そこで対面でのミーティングを重視しました。今更ですが、キツイことと言って申し訳ない。ちょっとやりすぎたと思い、内心自己嫌悪していました。みんなの頑張りのおかげで最後の全員での発表は本当によかったと思います。協力してくれてありがとう。

一方他ゼミとの交流を含め、共同研究は他者という自分自身の映し鏡の存在を、私に強く意識させました。自分が目をそらしてきた、自分自身の

汚点をまざまざと突き付けられたような気がします。この共同研究を思い出にってしまう前に、今一度自分の認識と実像とを考え直さなくてはならないことを痛感しています。

果たして私たちは十分に責任を果たせたのでしょうか。そしてこれから伝統を根付かせることができるのでしょうか。言いだしたからには、責任はきちんと果たします。最後になりましたが、先輩方、本当にありがとうございました。生意気な後輩でした。反省しております。柳原さん、仮屋君、来年はよろしく。藤井先生、毎週のゼミでの確なアドバイスを頂いたうえ、何度も特別にお時間を頂き、本当にありがとうございました。私たちは一つことを悔いなく終わることができました。この経験はこれからの将来、自分たちの柱になってくれると思います。

田中 広志 (3 回)

研究が始まり、私が向き合った問題は自分が知らないこと、分からないことだらけでした。集めてきたデータなどが無駄になってしまうこともたくさんありました。また序盤は GM の有価証券報告書やアニュアルレポートを読んでいました。英語で書かれているのみならず、形式も異なっていてなかなか読みづらく、いい勉強になりました。みんなでミーティングしたり、発表の練習で読み合わせをしたり、北海道のホテルでもずっと集まって話し合いをしたりと、苦勞の連続でした。今はやってきたことがようやく終わってホッとしています。この共同研究で、今までしたことのない経験をたくさんすることができました。これからも勉強を続けていきたいと思っています。

寺田 洋介 (3 回)

約 3 ヶ月にわたる共同研究が無事に終わり、ほっとしています。チームで学術論文を執筆するという経験は初めてだったため、様々な苦勞がありました。その中でも、印象に残っている困難が 2 点あります。1 つ目の困難は、独自のモデルを構築することです。一般性と説明能力を両立させる

必要がありましたが、どうしても恣意的な部分が残ってしまっている感覚が拭えませんでした。結果的に納得のいくモデルを構築できましたが、巨人の肩の上に立ち、新規性を出すことの難しさを再認識しました。2 つ目の困難は、分かりやすい論文構成にすることです。今回の論文には、膨大な情報を載せる必要がありました。そのため、大量の情報をどのような順番で説明していくか、という議論が研究当初から活発に行われ、チームの中でコンセンサスを得るのに苦心しました。この経験を通じて、藤井ゼミのメイテーマにもなっているプレゼンテーションの本質を学んだように思います。最後に、研究当初から懇切丁寧に指導してくださった藤井先生、および TA の皆様に感謝の言葉を述べたいと思います。有難う御座いました。

仮屋 裕一（2 回）

共同研究おつかれさまです。

今年の共同研究は過去最大の分量となり、それを完成させた先輩方を心から尊敬しています。2 回生は今年 2 人ということで前期の輪読がもはや輪読ではなく 2 週に 1 回のペースで発表することになりとても大変でした。ただ、逆にその分勉強になることもとても多く感じました。いろいろなアドバイスやレクチャーをしてくださった先生、TA の方々、そして上回生の皆さんありがとうございました。来年もいろいろとお世話になると思いますどうぞよろしくお願いします。

柳原 礼佳（2 回）

共同研究は来年度、自分たちが 3 回生になった際に、どのような流れで進めればいいのかの参考にさせていただこうと思いながら関わっていました。元からアルトマンの倒産モデルについては知っていたので、指標とモデル間の因果関係が存在しないことが指摘され、違うモデルを作ることになった時は、どのようなものになるのかなと思っていました。先輩方のパワーポイントの量や論文のページ数の大きさもさることながら、自分た

ち独自でモデルを作るという新しい考え方には驚かされました。

今年の先輩方の研究に関わり、来年自分たちが、どういうものを作るかはまだ決まっていますが、世の中で当然だと思われる結論に関して、意見できるような共同研究をしたいと思いました。

本間 智文（3回・名誉ゼミ生）

皆さん、共同研究お疲れ様でした。論文の図を作成したご縁で論集にコメントを掲載させていただきます（内容も図から考えることです）。

図は読み手・聞き手の直感的な理解を誘う重要なツールです。図のデザインの根底にあるのは作成者のエゴではなく、相手への思いやりです。聞き手を意識した成果物こそが良い議論につながりうるのではないかと私は常日頃から考えております。用語・文献の正確な理解は勿論のこと、定義づけ・立証を細かに行う。そして忘れてはならないのはそれらを相手に分かりやすく伝えることです。このプロセス全てが満たされてはじめて良い研究、良い議論に繋がります。来年以降の研究・シンポジウムでも以上のことが意識され、実りあるものになることを祈念しております。

編集後記

2015 年度の研究も無事に終わり、こうして藤月会論集第 25 号を刊行することとなりました。

2015 年度は大企業の不正や東京五輪のいざこざ、迫りつつあるテロの脅威、安全保障問題など、様々な不安を募らせる一年でした。日本及び世界経済の行く末は混迷を極めています。

我々の研究もまた、全く先の見えない中から手探りで行いました。全く新しい伝統を一から作り上げるというのは、辛くもありますが、完成した時の喜びもひとしおです。これもゼミの皆様のアドバイスが、行く先を常に照らしてくれたおかげです。

最後になりましたが、懇切丁寧に指導していただくばかりか、我々の研究のために、特別に時間を割いてくださった藤井先生、そしてゼミの皆様に心より感謝申し上げます。藤井ゼミの新たな伝統が今後も受け継がれることを祈りつつ、編集後記に代えさせていただきます。

2015 年 2 月

2015 年度 藤月会論集編集委員会

亀井勇樹 田中広志 仮屋裕一

藤月会論集 第 25 号

京都大学経済学部藤井ゼミナール

論文編集委員

〒606-8501

京都市左京区吉田本町

京都大学経済学部 藤井研究室 気付

印刷 大学生協京都事業連合ブックプリントセンター